

## **Cải cách hệ thống định mức tín nhiệm trong Liên minh châu Âu**

**Giáo sư Horst Hammen - Tiến sĩ luật dân sự, luật thương mại và kinh tế, hệ thống luật ngân hàng Đức và châu Âu- Trường ĐH Justus Liebig Gießen**

### **1. Lời Mở Đầu**

Khủng hoảng tài chính tại Hoa Kỳ và Khủng hoảng nợ công châu Âu là cuộc khủng hoảng trong trên nhiều lĩnh vực của thị trường và một phần cuộc khủng hoảng này cũng bắt nguồn từ các quốc gia. Có nhiều nguyên nhân khác nhau dẫn đến cuộc khủng hoảng, tuy nhiên, các tổ chức định mức tín nhiệm lớn và uy tín nhất thế giới trong lĩnh vực tài chính ngân hàng chính là “những kẻ tạo điều kiện chủ chốt cho sự sụp đổ tài chính”. Cuộc khủng hoảng này một phần cũng bắt nguồn từ sự sai sót trong hoạt động định mức tín nhiệm của các tổ chức này.

Nhiều tổ chức định mức tín nhiệm đã hứng chịu chỉ trích do đã hạ mức tín nhiệm ngày càng thấp đối với nhiều quốc gia châu Âu và do đó khiến cho cơ hội được tái cấp vốn của các quốc gia này bị hạn chế. Những hiện tượng này đã thu hút sự chú ý của các tòa án và các cơ quan lập pháp châu Âu. Tháng 2 vừa qua, Bộ Tư pháp Mỹ đã chính thức khởi kiện cơ quan đánh giá tín dụng Standard & Poor's và buộc họ thanh toán một khoản bồi thường kỷ lục lên tới 5 tỷ USD vì đánh lừa các nhà đầu tư, chính khách và cơ quan quản lý bằng cách nâng mức đánh giá tín nhiệm cho các trái phiếu thể chấp dưới chuẩn. Ngoài ra, Liên minh châu Âu (EU) đã bắt đầu phản ứng với các sự kiện xung quanh hoạt động định mức tín nhiệm từ cuối năm 2009, điều này lý giải lý do tại sao họ phải đưa ra một quy định chung để hoàn thiện phương pháp làm việc của các cơ quan xếp hạng tín nhiệm. Tháng 5 năm 2013 những sửa đổi của Quy chế này bắt đầu có hiệu lực. Dưới đây chúng ta sẽ xem xét quá trình hoàn thiện hoạt động định mức tín nhiệm trong lĩnh vực tài chính ngân hàng của Khối liên minh châu Âu EU.

### **2. Định mức tín nhiệm là gì?**

Về cơ bản, định mức tín nhiệm được hiểu trong bối cảnh luật ngân hàng và luật thị trường là sự đánh giá về khả năng hoàn thành nghĩa vụ hợp đồng của các tổ chức phát hành trái phiếu cũng như bên mắc nợ trong việc thanh toán khoản vay từ phiếu chính phủ, trái phiếu ngân hàng và trái phiếu doanh nghiệp cũng như các khoản vay khác.

Hiện nay có hai phương pháp phổ biến trong định mức tín nhiệm là phương pháp định lượng và phương pháp định tính.

Phương pháp định lượng tập trung vào một số số liệu tài chính ví dụ như các tỉ lệ trên bảng cân đối kế toán như Tỉ lệ giữa vốn chủ sở hữu và lãi suất hoặc tỉ lệ giữa tài sản và nợ ngắn hạn để đánh giá Tính thanh khoản, Khả năng sinh lời hoặc Cơ cấu vốn của một doanh nghiệp hay một tổ chức tài chính, từ đó rút ra đánh giá về hoạt động kinh doanh của một tổ chức này.

Phương pháp định tính dựa trên các yếu tố như là chất lượng quản lý, chiến lược kinh doanh, quản lý rủi ro, và chất lượng nguồn nhân lực.

Các tổ chức xếp hạng tín nhiệm đánh giá mức độ tín nhiệm của một doanh nghiệp hay một tổ chức tài chính dựa trên một hệ thống mã xếp hạng. Standard & Poor's xếp hạng các doanh nghiệp từ mức AAA (rất ổn định) cho tới D (không có khả năng thanh toán theo hợp đồng). Xếp hạng từ mức AAA cho tới BBB- là nằm trong điểm đầu tư (Investment Grade), Xếp hạng tín dụng từ mức BB+ cho tới D là nằm ngoài điểm đầu tư.(Sub-Investment Grade). Standard & Poor's xếp hạng tín nhiệm cho Việt Nam ở mức BB-.

### **3. Vai trò của định mức tín nhiệm**

Đối với những tổ chức phát hành trái phiếu (issuers), luật pháp châu Âu không đặt ra các yêu cầu pháp lý buộc họ phải để trái phiếu của mình được xếp hạng trước khi tham gia vào thị trường. Mặt khác, các nhà đầu tư cũng không nhất thiết chỉ được đầu tư và các trái phiếu đã được định mức tín nhiệm. Tuy không có điều luật bắt buộc nhưng các tổ chức phát hành trái phiếu vẫn muốn để trái phiếu của mình được định mức tín nhiệm, vì đó là phương thức trực quan nhất để có thể xác lập vị trí của trái phiếu trên thị trường, trong trường hợp thị trường đó có một hệ thống định mức tín nhiệm. Về phía các nhà đầu tư, định mức tín nhiệm giúp họ có thêm công cụ để đánh giá rủi ro tín dụng và giám sát khả năng trả nợ của các tổ chức phát hành trái phiếu (issuers).

Nếu nhà đầu tư thiết các bộ phận riêng để đánh giá mức độ tín nhiệm của các tổ chức phát hành trái phiếu trên thị trường thì sẽ rất tốn kém. Do đó, nhu cầu thị trường đòi hỏi phải có các tổ chức riêng biệt chuyên thực hiện định mức tín nhiệm.

Có thể thấy rằng, định mức tín nhiệm là hệ thống cung cấp thông tin có vai trò rất quan trọng đối với những cá nhân, tổ chức muốn tham gia thị trường tài chính. Việc định mức này góp phần thu hẹp khoảng cách về mức độ thông tin giữa người cho vay và người đi vay bằng cách đưa ra các đánh giá mức rủi ro tín dụng của các tổ chức phát hành trái phiếu cho các tổ chức đầu tư công hoặc tư. Do đó giảm chi phí giao dịch cho nhà đầu tư.

#### **4. Định mức tín nhiệm – nhìn ra thế giới**

Theo ý kiến của các chuyên gia trong lĩnh vực này thì đây là một thị trường độc quyền nhóm với thị phần dành cho 3 tổ chức định mức tín nhiệm lớn nhất thế giới: Standard & Poor's (S&P), Moody's và Fitch. Theo thống kê, Moody's và S&P kiểm soát khoảng 80% thị phần định mức tín nhiệm toàn cầu, còn Fitch là khoảng 15%. Nếu một doanh nghiệp mới muốn tham gia vào thị trường này để phá vỡ thế độc quyền thì ngay lập tức sẽ gặp phải một loạt rào cản từ các tổ chức độc quyền trên, cụ thể là Hiệu ứng mạng lưới hoặc Hiệu ứng cô lập và các doanh nghiệp mới này sẽ có rất ít cơ hội để tạo ra sự khác biệt trong sản phẩm. Các nhà đầu tư thường tín nhiệm các cơ sở định mức đã được công nhận rộng rãi trên thị trường, do đó, các tổ chức phát hành trái phiếu sẽ chỉ để trái phiếu của mình được định mức bởi các tổ chức định mức lớn và có uy tín. Điều này được gọi là hiệu ứng mạng lưới. Ngoài ra còn trên thị trường còn tồn tại Hiệu ứng trời buồm, đó là khi tổ chức phát hành trái phiếu không sẵn sàng thay đổi tổ chức định mức tín nhiệm cho trái phiếu của mình. Lý do cho sự thiếu sẵn sàng này là vì tổ chức phát hành (issuer) lo sợ nếu thay đổi một hãng định mức mới cho trái phiếu thì hãng định mức cũ có thể hạ mức tín nhiệm của họ. Cuối cùng, các hãng mới tham gia vào thị trường định mức tín nhiệm chỉ còn cách thiết lập dịch vụ phân khúc giá thấp với những thông tin nghèo nàn hơn. Việc này cũng không thể phá vỡ thế độc quyền trong thị trường định mức tín nhiệm, bởi vì các tổ chức phát hành thường ưu tiên các hãng định mức uy tín trên thị trường với giá trị thông tin cao. Thế độc quyền này liệu có thể bị phá vỡ hay không còn phụ thuộc vào sức mạnh ngày càng lớn của các tổ chức định mức đến từ thị trường Đông Á. Gần đây một công ty con của cơ quan xếp hạng tín nhiệm Trung Quốc Dagong Global, đã cố gắng đoạt lại thị phần của thị trường trái phiếu châu Âu từ các công ty định mức Hoa Kỳ.

## 5. Vấn đề pháp lý trong công việc Định mức tín nhiệm

Các cơ quan định mức tín nhiệm là doanh nghiệp kinh doanh vì lợi nhuận. Họ kiếm tiền từ các tổ chức phát hành, người ủy thác cho họ thiết lập các xếp hạng và người phát hành trái phiếu sẽ phải trả cho việc này ( mô hình Issuers-Pays). Tất cả các tổ chức phát hành rõ ràng rất muốn mức độ tín nhiệm của họ đạt được thứ hạng cao trên thị trường, để các trái phiếu của họ được phổ biến một cách rộng rãi nhất có thể. Điều này có thể được minh họa bằng một ví

dụ cụ thể. Về cơ bản, Ngân hàng Trung ương châu Âu (ECB) chỉ chấp nhận trái phiếu là tài sản thế chấp để thực hiện tái cấp vốn cho các ngân hàng khi những trái phiếu này được định mức nằm trong điểm đầu tư (Investment Grade). Gần đây Cộng hòa Síp đã đổi các trái phiếu chính phủ ngắn hạn thành trái phiếu dài hạn, có nghĩa là các chủ nợ còn phải đợi lâu hơn để được thanh toán nợ trái phiếu, do đó, các tổ chức định mức đánh giá việc này phần nào thể hiện chính phủ Síp không đủ khả năng thanh toán nợ và hạ mức tín nhiệm các trái phiếu liên quan xuống mức „D“ (nằm ngoài điểm đầu tư: Sub-Investment Grade). Ngay sau đó, Ngân hàng Trung ương châu Âu cho biết sẽ tạm ngừng nhận trái phiếu chính phủ Síp như là tài sản thế chấp. Ví dụ này cho thấy rằng một tổ chức phát hành trái phiếu sẽ tìm cách để có được sự xếp hạng tín nhiệm cao nhất có thể bằng cách thử đăng ký sự xếp hạng tín nhiệm tạm thời tại một số cơ quan xếp hạng tín nhiệm để xác định xem cơ quan nào cung cấp sự đánh giá tốt nhất cho trái phiếu của mình. Việc này được gọi là Mua sắm diễn đàn (Forum shopping). Ngoài ra, mô hình Issuers-Pays tạo ra một sự khuyến khích đối với các tổ chức xếp hạng tín dụng đánh giá một công ty phát hành trái phiếu theo chuẩn mực quan hệ. Họ đặt mục tiêu đảm bảo mối quan hệ kinh doanh lâu dài, hoặc để có thể tiến hành thêm một số hợp đồng khác. Bởi vì lợi ích của cả hai bên đan xen nhau, do đó các công ty định mức tín nhiệm đang rơi vào mối “xung đột lợi ích” khi dùng tiền của các tổ chức phát hành trái phiếu để xếp hạng cho chính trái phiếu của họ. Capital Group, một trong những quỹ đầu tư lớn nhất thế giới, kiểm soát không chỉ 13 % cổ phiếu của Standard & Poor’s mà còn cả 16 % cổ phiếu của Moody’s, trong khi đó các tổ chức định mức tín nhiệm trên lại thực hiện việc đánh giá các sản phẩm tài chính của chính quỹ đầu tư này. Ngoài ra quỹ đầu tư Capital Group còn nắm cổ phần của hàng trăm ngân hàng và trái phiếu của những Ngân hàng này cũng được đánh giá tín nhiệm bởi ba tổ chức xếp hạng lớn nhất.

## **6. Cải cách hệ thống định mức tín nhiệm trong Liên minh châu Âu**

### **a) Đăng ký tổ chức định mức tín nhiệm**

Để đối phó với tình hình trên, năm 2009, Liên minh châu Âu EU đã đưa ra một nghị định, và sau đó được bổ sung năm 2013. Mục đích của quy chế này là để đảm bảo các hoạt động xếp hạng tín dụng phải mang tính toàn vẹn, tính minh bạch, có trách nhiệm giải trình và phải phục vụ tốt công tác quản trị doanh nghiệp. Quy chế này buộc các tổ chức định mức tín nhiệm phải có nghĩa vụ đăng ký (Registration duty) nếu muốn hoạt động trên thị trường châu Âu. Việc đăng ký này có ảnh hưởng đặc biệt lớn đối với các tổ chức tín dụng và các công ty đầu tư chứng khoán. Bởi vì để phục vụ hoạt động quản lý, ví dụ như đánh giá mức độ rủi ro của tài sản, các cá nhân tham gia thị trường tài chính này sẽ chỉ được sử dụng dịch vụ của các tổ chức định mức có trụ sở tại EU và đã đăng ký tại đây. Các nhà đầu tư khác thì không chịu ảnh hưởng của những hạn chế này. Nhưng Liên minh châu Âu cũng khuyến cáo tất cả các doanh nghiệp, tổ chức đang sử dụng hệ thống định mức tín nhiệm không nên tin tưởng mù quáng vào những đánh giá này, trong mọi trường hợp, doanh nghiệp vẫn nên tự thành lập các phân tích của chính mình. Ngoài ra, EU cũng yêu cầu các tổ chức tài chính phải tiến hành các biện pháp thẩm định, kiểm tra tính chính xác của việc xếp hạng.

Cơ quan của các nước thành viên Liên minh châu Âu không có thẩm quyền tác động tới kết quả định mức tín nhiệm được thực hiện bởi các tổ chức định mức đã đăng ký và chịu sự giám sát.

### **b) Yêu cầu đối với hoạt động của các tổ chức định mức**

Theo quy chế của châu Âu về định mức tín nhiệm, các tổ chức định mức phải đáp ứng được những yêu cầu nhất định về tổ chức và vận hành trong quá trình thực hiện định mức tín nhiệm.

Một trong những yêu cầu tổ chức cơ bản đối với tổ chức định mức là phải đảm bảo kết quả định mức không bị ảnh hưởng từ các xung đột lợi ích hoặc từ các mối quan hệ kinh doanh của tổ chức định mức, của ban quản lý hoặc của chuyên viên phân tích. Vì vậy, các thành viên của cả Ban giám đốc và của Ban quản trị phải có uy tín và được đào tạo bài bản. Ít nhất 2/3 số thành viên Hội đồng quản trị phải là thành viên độc lập, không liên quan tới các hoạt động

định mức. Ngoài ra, các tổ chức định mức cần tuân thủ yêu cầu nhất định để tránh tuyệt đối việc xảy ra xung đột lợi ích trong quá trình định mức tín nhiệm

Ngoài những yêu cầu về tổ chức đối với các doanh nghiệp thực hiện định mức, các nhà lập pháp châu Âu còn đưa ra các yêu cầu cần đảm bảo trong quá trình hoạt động của các doanh nghiệp này. Để tránh tình trạng xung đột lợi ích, các tổ chức định mức cần đảm bảo tính minh bạch trong quá trình hoạt động thông qua việc công bố tên từng doanh nghiệp được đánh giá mà đem lại cho tổ chức định mức trên 5% lợi nhuận trong năm. Ngoài ra, các xếp hạng được tiến hành mà không nhân danh tổ chức phát hành (issuer) thì cần phải được đánh dấu đặc biệt. Để tránh việc xung đột lợi ích trong quá trình định mức thì cơ quan định mức cũng như các chuyên viên định mức không được phép sở hữu cổ phần của công ty hoặc tổ chức được

đánh giá. Bên cạnh đó, tổ chức định mức không được tư vấn cho công ty được đánh giá về một số lĩnh vực như cấu trúc doanh nghiệp, trị giá tài sản hoặc là về tài sản nợ. Trong tháng 5 năm 2013, các nhà lập pháp châu Âu cũng đã có những phản ứng đối với việc ngầm liên kết để thâm tóm thị trường của các tổ chức định mức tín nhiệm. Các nhà lập pháp lo ngại những trường hợp tương tự như việc Capital Group sở hữu một lượng lớn cổ phần của cả 2 hãng định mức tín nhiệm lớn nhất thế giới là Standard & Poor's und Moody's sẽ ảnh hưởng nhiều tới tính độc lập của các tổ chức định mức. Do đó, các cổ đông đang nắm giữ ít nhất 5% cổ phần của một tổ chức định mức bị cấm không được sở hữu nhiều hơn 5% cổ phần của một tổ chức định mức khác.

Trong quy chế về định mức tín nhiệm cũng quy định, nếu quá trình định mức một doanh nghiệp/tổ chức được thực hiện liên tục và kéo dài thì các chuyên viên định mức sẽ được luân chuyển nội bộ sau một thời gian nhất định để luôn tạo sự thay đổi nhân sự trong các nhóm phân tích, qua đó đảm bảo tính khách quan và độc lập của hoạt động định mức. Trong tháng 5 năm 2013, các nhà lập pháp châu Âu đã thắt chặt các yêu cầu cho sự luân chuyển trong các hợp đồng thực hiện định mức tín dụng, bằng các quy định thời gian tối đa cho một hợp đồng. Các tổ chức định mức hoạt động theo hình thức Người phát hành trái phiếu thanh toán chi phí định mức (Issuer-pay-modell) sẽ phải tuân theo quy định về sự luân chuyển trong định mức tín nhiệm.

Có nghĩa là nếu một tổ chức định mức ký hợp đồng thực hiện định mức tín nhiệm một quá trình tái chứng khoán hoá (Re-Securization) thì họ sẽ không được thực hiện hoạt động định mức cho cùng một quá trình quá 4 năm. Ngoài ra, sau khi kết thúc hợp đồng định mức tín nhiệm cho một công cụ tài chính, tổ chức định mức cũng không được tiếp tục gia hạn hợp

đồng định mức tín nhiệm cho công cụ tài chính đó ngay mà phải chờ trong một khoảng thời gian tương ứng với thời hạn của hợp đồng cũ rồi sau đó mới được ký hợp đồng mới. Bằng việc luân chuyển này, các nhà lập pháp châu Âu hứa hẹn một sự đa dạng hoá trong phương pháp đánh giá các tín dụng, từ đó cải thiện quá trình định mức tín nhiệm.

Cuối cùng, các nhà lập pháp hy vọng sự thay đổi thường xuyên này sẽ giảm thiểu tối đa những tác động tiêu cực của Hiệu ứng trói buộc (khắc hàng) đã nêu trên.

Các tổ chức định mức phải công bố những phương pháp và mô hình mà họ sử dụng trong hoạt động định mức, điều đó sẽ góp phần minh bạch hoá hoạt động này.

Trong mối quan hệ giữa nhà phát hành (issuer) với các tổ chức định mức tín nhiệm, các tổ chức định mức cũng không được dung túng cho việc mua sắm diễn đàn (forum shopping) của các nhà phát hành đối với quá trình định mức cho các sản phẩm tài chính đặc biệt, cụ thể là các sản phẩm tài chính cấu trúc (structured finance instruments).

Và những tổ chức phát hành cũng được khuyến cáo không nên sử dụng hình thức này để đạt được kết quả định mức tốt nhất cho sản phẩm của mình. Vào tháng 5 năm 2013, các nhà lập pháp châu Âu cũng đã thắt chặt thêm các quy định về định mức tín dụng cho các sản phẩm tài chính cấu trúc. Có nghĩa là nhà phát hành không được phép để duy nhất một tổ chức định mức tiến hành định mức tín nhiệm cho sản phẩm của mình mà phải có ít nhất 2 tổ chức định mức tiến hành quá trình này hoàn toàn độc lập với nhau.

### **c. Đánh giá tín dụng quốc gia (Sovereign credit rating - SCR)**

Theo các nhà lập pháp châu Âu quy định, trong khi đánh giá mức độ rủi ro tín dụng của một quốc gia, các tổ chức đánh giá tín dụng cần phải chú tâm trước hết vào sự ổn định của thị trường tài chính và việc bảo vệ quyền của nhà đầu tư của quốc gia đó. Hơn thế nữa, Liên minh châu Âu và các nước thành viên cũng hết sức quan tâm đến việc giới hạn ảnh hưởng của các tổ chức định mức tín dụng lên thị trường tài chính. Các tổ chức định mức cũng đưa ra Đánh giá tín dụng quốc gia. Việc này được gọi là xếp hạng chứng khoán nợ nhà nước. Khi tổ chức định mức đưa ra đánh giá xấu cho rủi ro tài chính của một quốc gia thì quốc gia đó sẽ gặp khó khăn khi muốn tiếp cận với các nguồn tái cấp vốn có lãi suất thấp. Chúng ta có thể dễ dàng nhận ra, trong cuộc khủng hoảng thị trường tài chính châu Âu, các quốc gia tại đây đã chỉ trích gay gắt các cơ quan tài chính vì đã đánh tụt hạng mức độ tin cậy tài chính của họ,

khiến họ bị suy giảm uy tín đáng kể. Để giảm sự phụ thuộc vào các tổ chức định mức tín nhiệm lớn, Ủy ban châu Âu đã xem xét lại tính cần thiết khi lập ra một cơ quan trực thuộc ủy ban, chịu trách nhiệm đánh giá mức độ rủi ro tài chính của các trái phiếu được phát hành bởi các nước thành viên. Nhưng ý định này cũng vấp phải nhiều sự hoài nghi, bởi liệu một cơ quan như vậy có thể độc lập với những ảnh hưởng chính trị từ nhiều phía hay không. Ngoài ra, trong một năm, các tổ chức định mức cũng chỉ được phép đưa ra tối đa 3 đánh giá rủi ro tín dụng đối với trái phiếu của một quốc gia không yêu cầu được đánh giá. Cuối cùng, Liên minh châu Âu cố gắng loại trừ những ảnh hưởng chính trị của các tổ chức định mức đối với các nước thành viên. Tuy rằng trong quá trình đánh giá rủi ro tín dụng đối với trái phiếu của một quốc gia, các tổ chức định mức có quyền xem xét và đánh giá tình hình chính trị của quốc gia đó nhưng họ không có quyền can thiệp và đưa ra những khuyến nghị về những chính sách kinh tế quốc gia cụ thể.

#### **d) Trách nhiệm pháp lý của các tổ chức định mức tín dụng**

Ban đầu, quy chế về định mức tín dụng không bắt buộc các tổ chức tín dụng phải chịu trách nhiệm đối với tổ chức phát hành (issuer) và các nhà đầu tư trong trường hợp kết quả định mức có sai sót. Do đó việc bắt buộc trách nhiệm này đã từng phải được quy định trong luật riêng của mỗi quốc gia thành viên EU. Trong luật pháp Đức, nếu các tổ chức định mức có sai sót trong kết quả hoặc trong khi tiến hành định mức thì các tổ chức này sẽ bị xem như không hoàn thành nghĩa vụ hợp đồng và sẽ phải đối mặt với nghĩa vụ bồi thường thiệt hại. Ngay từ đầu, việc một tổ chức định mức đưa ra định mức sai chỉ bị coi như tổ chức định mức đã không hoàn thành nghĩa vụ hợp đồng chứ tổ chức đó sẽ không bị cáo buộc là công bố những thông tin sai sự thật. Bởi vì hoạt động định mức tín dụng tuy phải dựa trên các số liệu thực tế, nhưng kết quả của nó lại không hẳn khẳng định một thực tế mà chỉ được coi như một đánh giá khách quan. Luật về tự do ngôn luận không cho phép loại bỏ sự liên hệ chặt chẽ giữa việc công bố dữ liệu và việc đánh giá về dữ liệu đó bằng cách tách từng yếu tố ra khỏi bối cảnh chung rồi sau đó xem xét một cách riêng biệt. Hành động công bố dữ liệu cùng lúc với công bố đánh giá về dữ liệu đó được xem như vi phạm pháp luật, cụ thể là vi phạm luật về thành lập và vận hành doanh nghiệp chiếu. Mặc dù các công ty được đánh giá được hưởng quyền cơ bản của luật tự do nghề nghiệp. Tuy nhiên, luật này không thể bảo vệ doanh nghiệp trước sự lan truyền của các thông tin có thể tác động bất lợi tới vị thế cạnh tranh của doanh nghiệp trên thị



trường. Tính cạnh tranh của một doanh nghiệp được xếp hạng dựa trên cơ sở doanh nghiệp có càng nhiều thông tin về các yếu tố liên quan đến thị trường thì sẽ có thứ hạng càng cao.

Cho đến gần đây, vẫn chưa có một bộ luật bảo vệ nhà đầu tư trong trường hợp kết quả định mức tín nhiệm thiếu chính xác. Bởi vì luật pháp Đức chỉ coi một hành vi là vi phạm pháp luật khi hành vi đó vi phạm quyền sở hữu hoặc một quyền khác tương đương. Một hành vi thuần túy gây thiệt hại tới tài sản là chưa đủ để cấu thành vi phạm.

Tất nhiên, luật pháp Đức có quy định trách nhiệm đối với hành vi vi phạm nghĩa vụ hợp đồng. Vì vậy, các nhà phát hành (issuer) có thể đòi hỏi tổ chức định mức thực hiện trách nhiệm bồi thường trong trường hợp xảy ra sai sót trong kết quả hoặc trong quá trình thực hiện định mức tín dụng và do đó dẫn đến chi phí tài chính cao hơn. Khi đã tổ chức định mức đã ký hợp đồng cung cấp các đánh giá tài chính thường xuyên cho một nhà đầu tư, nếu tổ chức định mức có sai sót trong khâu đánh giá dẫn đến thiệt hại tài chính cho nhà đầu tư thì nhà đầu tư có thể buộc tổ chức định mức phải chịu trách nhiệm bồi thường thiệt hại.

Nếu giữa nhà đầu tư và bên tổ chức định mức không có một hợp đồng cụ thể giao kết về việc cung cấp các đánh giá tài chính, trường hợp này vấp phải một số khó khăn về mặt pháp lý. Khi một hợp đồng bị vi phạm một hoặc một số điều khoản nhất định, đối với những người không thuộc bất kỳ bên nào của hợp đồng thì Luật pháp của Đức chỉ bảo vệ quyền lợi của họ trong hai trường hợp: Thứ nhất là Luật về quyền lợi của bên thứ ba và Luật quy định quyền lợi và nghĩa vụ từng bên trước khi giao kết hợp đồng. Trong trường hợp Luật về quyền lợi của bên thứ ba thì bên không tham gia vào giao kết hợp đồng nhưng lại có liên quan trực tiếp tới điều khoản chính của hợp đồng cũng có thể đòi hỏi quyền được bồi thường trách nhiệm nếu các nghĩa vụ quy định trong hợp đồng không được thực hiện đầy đủ và chính xác. Trong trường hợp Luật quy định nghĩa vụ của các bên tham gia hợp đồng trước khi ký kết, bên thứ 3 không tham gia giao kết hợp đồng cũng có thể bị buộc chịu trách nhiệm, nếu họ tận dụng uy tín của mình và qua đó làm ảnh hưởng tới quá trình ký kết hợp đồng. Liệu hai trường hợp trên có làm ảnh hưởng tới quá trình định mức, điều đó vẫn còn gây tranh cãi trên các văn bản pháp lý của CHLB Đức. Một bộ luật cụ thể, chi tiết quy định về vấn đề gây tranh cãi này hiện nay vẫn chưa được thông nhất.

Để có một quy định thống nhất trên toàn châu Âu về vấn đề này, tháng 5 năm 2013, các nhà lập pháp châu Âu đã đưa ra một bộ luật quy định cụ thể nghĩa vụ của các tổ chức định mức tín nhiệm đối với nhà phát hành (issuer) và nhà đầu tư trong trường hợp các tổ chức này có sai sót trong quá trình định mức hoặc sai sót trong kết quả định mức. Ở đây, các nhà lập pháp

châu Âu đã vấp phải một khó khăn, bởi vì sự không rõ ràng của khái niệm „sai sót“, vậy thì đánh giá quá cao hay đánh giá quá thấp mức độ tín nhiệm của một trái phiếu thì bị cho là sai sót. Do đó, cần có một quy định cụ thể đối với nghĩa vụ của các tổ chức đánh giá tín nhiệm trong từng trường hợp thiếu sót của kết quả đánh giá mà họ đưa ra. Chính vì vậy trong quy định về đánh giá mức độ tín nhiệm có liệt kê rõ ràng từng trường hợp được cho là sai sót trong quá trình đánh giá. Ví dụ như trong trường hợp tổ chức đánh giá tín nhiệm không tuân thủ quy định về việc tránh các xung đột lợi ích, hoặc trong trường hợp các tổ chức này không đảm bảo kết quả định mức được đưa ra hoàn toàn khách quan dựa trên những phân tích chi tiết các thông tin họ có được. Tuy nhiên, một hành vi như vậy chỉ được coi là vi phạm luật về đánh giá mức độ tín nhiệm nếu như tổ chức đánh giá cố ý thực hiện hành vi này hoặc do cẩu thả mà dẫn tới hành vi này. Việc đánh giá vi phạm như vậy có vẻ là hợp lý, bởi vì các phương pháp định mức khác nhau có thể cho ra các kết quả tín nhiệm khác nhau, và không thể khẳng định rằng phương pháp nào là sai. Hơn thế nữa, các tổ chức định mức chỉ phải chịu trách nhiệm về một sai phạm trong quá trình đánh giá nếu như sai phạm đó có ảnh hưởng nghiêm trọng tới kết quả tín nhiệm. Ngoài ra, chủ đầu tư cũng cần chứng minh rằng, anh ta đã quyết định đầu tư dựa trên việc xem xét cẩn thận kết quả định mức tín nhiệm nêu trên.

Thông qua tất cả những quy định trên thì trách nhiệm và nghĩa vụ của các tổ chức định mức tín nhiệm đã được quy định rõ ràng hơn rất nhiều. Tuy nhiên điều này không làm suy giảm tư cách pháp lý của các nhà đầu tư. Bởi vì quy định về định mức tín nhiệm của Liên minh châu Âu cho phép các nước thành viên được quyền duy trì các điều khoản quy định trách nhiệm dân sự mà có lợi cho các nhà đầu tư.

## **7. Triển vọng**

Quy định thống nhất về đánh giá mức độ tín nhiệm được đưa ra tháng 5 năm 2013 đã cho thấy nỗ lực của các nhà lập pháp châu Âu trong việc hạn chế ảnh hưởng của các tổ chức định mức tín dụng lên thị trường tài chính với tư cách là những nhà cung cấp thông tin trung gian. Liệu quy định trên có đem lại lợi ích cho thị trường tài chính thông qua việc giảm thiểu được chi phí cho nhà đầu tư khi phải tự tiến hành đánh giá tín nhiệm một trái phiếu mà vẫn đảm bảo thông tin được cung cấp chính xác, tính khả thi của nó vẫn còn cần phải được xem xét.