

Từ Khát vọng đến Tài sản Đầu tư: Định vị Trung tâm Tài chính Quốc tế Việt Nam là Trung tâm Tài chính Xanh

Các phân tích và góc nhìn trong báo cáo nhận định này được tổng hợp từ Hội nghị Tài chính Xanh Việt Nam, diễn ra tại TP. Hồ Chí Minh ngày 6/8/2026, do Trung tâm Tài chính Quốc tế Việt Nam tại TP. Hồ Chí Minh (VIFC-HCMC), Ngân hàng Nam Á, FiiGroup và Viện Tăng trưởng Xanh Toàn cầu (GGGI) Việt Nam đồng tổ chức, phối hợp cùng Optima Wealth Partners.

Ngày 08 tháng 09 năm 2026

Báo cáo này không phải một hành động xếp hạng tín nhiệm.

Các nội dung chính:

- **Không chỉ dừng lại ở các sản phẩm dán nhãn xanh:** Tài chính xanh lam (blue finance), tài chính chuyển đổi (transition finance) và tài chính thích ứng với biến đổi khí hậu là những cấu phần cấp thiết đối với một nền kinh tế tăng trưởng cao như Việt Nam. Việt Nam cần khoảng 368 tỷ USD vốn đầu tư khí hậu bổ sung đến năm 2040. Đây không phải là một thị trường đơn lẻ mà bao gồm nhiều phân khúc: tài chính chuyển đổi cho ngành công nghiệp nặng, tài chính thích ứng, và tài chính xanh biển cho kinh tế biển vốn chiếm gần một nửa GDP. Mỗi phân khúc đòi hỏi các sản phẩm khác nhau – trái phiếu, khoản vay, các hạn mức liên kết bền vững, cấu trúc tài chính hỗn hợp (blended structure), không chỉ riêng trái phiếu xanh. Hệ thống tài chính trong nước chưa thể đáp ứng: dư nợ tín dụng xanh và bền vững hiện đạt khoảng 32 tỷ USD – chỉ chiếm 4.6 tổng dư nợ ngân hàng – và trái phiếu bền vững dán nhãn mới chỉ đạt khoảng 1.1 tỷ USD. Do đó, dòng vốn quốc tế là yếu tố bắt buộc và VIFC chính là kênh dẫn vốn được thiết kế để thu hút nguồn lực này.
- **4 trụ cột nền tảng cần thiết để phát triển sản phẩm tài chính xanh:** (i) Một bộ quy tắc tài chính xanh thống nhất áp dụng cho ngân hàng, trái phiếu, quỹ đầu tư và các đơn vị cung cấp dịch vụ, vận hành đồng bộ tại cả hai cơ sở; (ii) Khung phân loại xanh kết nối Quyết định 21 với các khung chuẩn ICMA, CBI, ASEAN, EU và bao hàm tài chính chuyển đổi; (iii) Hệ thống MRV (Đo lường – báo cáo – xác nhận) và dữ liệu khí hậu với báo cáo phân bổ và tác động chuẩn hóa; và (iv) Quy chế công nhận/cấp phép cho các đơn vị xác nhận độc lập và cung cấp ý kiến bên thứ hai (SPO). Các trụ cột này sẽ giúp VIFC không chỉ đơn thuần là một sàn niêm yết, mà còn thực hiện sứ mệnh chuyển hóa các dự án chuyển đổi của Việt Nam thành các tài sản được chuẩn hóa, giảm thiểu rủi ro, đo lường được và có thể giao dịch.
- **GIFT City của Ấn Độ là mô hình tham chiếu gần nhất:** GIFT City bắt đầu bằng uy tín quản lý thay vì ưu đãi tài chính: một cơ quan quản lý duy nhất (IFSCA) ban hành toàn bộ quy tắc tài chính bền vững, và các ưu đãi thuế chỉ được bổ sung sau khi khung quy tắc đã hoàn thiện. Thay vì tự soạn thảo các định nghĩa riêng, trung tâm này công nhận trực tiếp các khung chuẩn ICMA, CBI, ASEAN và EU, đồng thời bắt buộc đánh giá độc lập và báo cáo tác động hàng năm làm điều kiện niêm yết, xử lý rủi ro tẩy xanh (greenwashing) thông qua quy định minh bạch và sàng lọc thay vì chỉ dùng chế tài xử phạt.
- **Tuy nhiên, điểm hạn chế cốt lõi vẫn là khả năng huy động (bankability):** Các nhà đầu tư chia sẻ họ đang ở trong tình trạng thiếu dự án để giải ngân; thứ còn thiếu là các dự án được

Đội ngũ Nghiên cứu & Phân tích:

Nguyễn Quang Thuận

Tổng Giám đốc

thuan.nguyen@fiiratings.vn

Nguyễn Thảo Hạnh

Phó phòng Nghiên cứu & Dịch vụ
Nhà đầu tư

hanh.nguyentha@fiiratings.vn

chuẩn bị đạt tiêu chuẩn thẩm định, minh bạch và giám sát mà họ yêu cầu. Nhãn xanh giúp mở rộng cơ sở nhà đầu tư và có thể hỗ trợ giảm chi phí vốn, nhưng không thể biến một dự án có hồ sơ tín dụng yếu thành một dự án có thể tài trợ. Các yếu tố nền tảng – gồm cấp phép, rủi ro thi công xây dựng, mua sắm và chất lượng vận hành bảo dưỡng – không thay đổi chỉ nhờ dán nhãn xanh. Cấu trúc xanh do đó là điểm cộng cho một dự án tốt và không thể thay thế cho bản thân chất lượng dự án. Bên bảo lãnh yêu cầu yếu tố tác động và chất lượng tín dụng vững chắc song hành, đây là hai yếu tố không thay thế cho nhau.

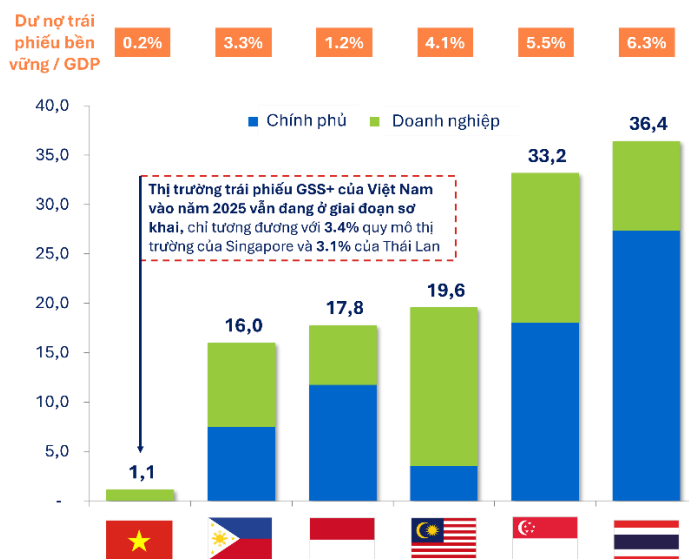
- Lộ trình triển khai quyết định VIFC có trở thành một trung tâm thực thụ :** Bắt đầu từ công tác thể chế: bộ quy tắc, bảng so chiếu khung phân loại, việc cấp phép cho đơn vị xác nhận và hỗ trợ chi phí lập khung, ý kiến bên thứ hai (SPO) và các loại báo cáo. Tiếp theo là chuẩn bị dự án, công cụ giảm rủi ro và kết nối hạ tầng lưu ký, thanh toán, quản lý ngoại hối với thị trường nội địa. Giao dịch thứ cấp là bước cuối cùng, sau khi một số giao dịch tiên phong chứng minh cơ chế vận hành hiệu quả. Trong suốt quá trình, hiệu quả của trung tâm phải được đánh giá qua khả năng dẫn vốn giải ngân thực tế thay vì khối lượng giao dịch ghi nhận trên sổ sách, thể hiện qua lượng vốn xanh thực sự đến được với bên vay và các dự án tại Việt Nam.

Tổng quan

Chuyển đổi khí hậu của Việt Nam là một bài toán tài chính với quy mô đặc biệt lớn. Để thực hiện cam kết đạt phát thải ròng bằng 0 (Net Zero) vào năm 2050 tại COP26 cùng lúc với việc duy trì tăng trưởng thích ứng với biến đổi khí hậu, Việt Nam ước tính cần khoảng 368 tỷ USD vốn đầu tư bổ sung tính đến năm 2040. Số tiền này nằm trong tổng nhu cầu vốn đầu tư rộng lớn hơn, khoảng 1.500 tỷ USD trong 5 năm tới, trong đó hạ tầng chiếm khoảng 700 tỷ USD.

Cả ngân sách nhà nước lẫn hệ thống ngân hàng thương mại trong nước đều không thể gánh vác khối lượng vốn này, trong khi các kênh trung gian dẫn vốn thông thường vẫn còn hạn chế. Dư nợ tín dụng xanh và bền vững đạt khoảng 32 tỷ USD vào cuối năm 2025, dù đạt tốc độ tăng trưởng kép 17.9%/năm kể từ 2021 nhưng vẫn chỉ chiếm 4.6% tổng dư nợ toàn hệ thống. Quy mô trái phiếu bền vững dán nhãn đang lưu hành đạt khoảng 1.1 tỷ USD – thấp hơn đáng kể so với hầu hết các thị trường trong khu vực ASEAN.

Biểu 1: Dư nợ trái phiếu GSS+ của Việt Nam so với các nước trong khu vực (tỷ USD)



Nguồn: FiinGroup, Bloomberg LP

Ghi chú: Trái phiếu GSS+ bao gồm trái phiếu xanh, trái phiếu xã hội, trái phiếu bền vững, trái phiếu liên kết bền vững, trái phiếu chuyển đổi và trái phiếu liên kết chuyển đổi.

Khoảng trống giữa nhu cầu vốn của Việt Nam và năng lực trung gian của thị trường trong nước mang tính cấu trúc chứ không đơn thuần là thiếu hụt ngắn hạn. Điều đó khiến việc tiếp cận nguồn vốn quốc tế trở thành điều kiện tiên quyết cho quá trình chuyển đổi, thay vì chỉ là một nguồn bổ sung phụ trợ. Trong bối cảnh đó, Trung tâm Tài chính Quốc tế Việt Nam (VIFC) mang ý nghĩa chiến lược đặc biệt. Đi vào vận hành từ năm 2026 tại hai cơ sở Đà Nẵng và Thành phố Hồ Chí Minh theo các Nghị quyết của Quốc hội, VIFC lựa chọn mô hình phân vai khác biệt thay vì một trung tâm tập trung duy nhất. **Trung tâm được thiết kế như một cơ chế trung gian dẫn nguồn vốn quốc tế, trong đó tài chính xanh được xác định là một trong những trụ cột cốt lõi thay vì là một chủ đề bên lề.**

Khả năng đảm nhận vai trò đó chính là câu hỏi trọng tâm mà Hội nghị đặt ra: Điều gì sẽ biến VIFC thành một cổng dẫn vốn xanh uy tín vào Việt Nam và khu vực, thay vì chỉ là thêm một địa điểm để dán nhãn niêm yết? Câu trả lời xuyên suốt các bài trình bày và hai phiên thảo luận diễn ra mang tính thống nhất, đảo ngược cách đặt vấn đề thông thường. Thực tế, nguồn vốn trên thị trường không thiếu. Các tổ chức tài chính phát triển, các quỹ đầu tư tác động, các ngân hàng thương mại và các đơn vị quản lý tài sản có khẩu vị bền vững đều nhận định họ đang ở trong tình trạng thiếu dự án để giải ngân chứ không phải thiếu cam kết vốn. Điểm nghẽn của họ không nằm ở nguồn tiền, mà ở sự thiếu hụt các tài sản có thể định giá, kiểm chứng và nắm giữ. Thứ đang thiếu chính là năng lực chuyển hóa – năng lực biến các cam kết chính sách và nhu cầu khí hậu thành các công cụ đầu tư khả thi. Điều đó đồng nghĩa với dòng tiền dự án phải được chuẩn hóa, quy trình thẩm định môi trường và xã hội phải đủ độ tin cậy, cùng nguồn dữ liệu tác động có thể đo lường và xác minh độc lập. Điều đó cũng đòi hỏi các cấu trúc chia sẻ rủi ro giúp các tài sản ở giai đoạn xây dựng đủ điều kiện tiếp cận nguồn vốn, cũng như một thị trường thứ cấp nơi các công cụ này có thể được giao dịch sau đó. Phần lớn nội dung thảo luận xoay quanh việc làm cách nào để đạt được những yêu cầu nói trên, những gì các trung tâm tài chính khác đã xây dựng được, và những lĩnh vực mà kiến trúc thể chế của Việt Nam vẫn còn chưa hoàn thiện.

1. Nhu cầu tài chính bền vững lớn tại Việt Nam: chuyển đổi xanh, tài chính xanh lam và thích ứng

Quy mô nhu cầu của Việt Nam khiến bài toán trở nên cấp thiết, nhưng chính chiều sâu và độ rộng của nó mới tạo ra yêu cầu cao về mặt thể chế. Đại diện một tổ chức tài chính phát triển đa phương, dựa trên kinh nghiệm tại 30 thị trường mới nổi, đã phác thảo phía cầu vượt xa khỏi lĩnh vực phát điện năng lượng tái tạo. Giảm thiểu phát thải mới chỉ là lĩnh vực đầu tiên: tài chính chuyển đổi cho các ngành công nghiệp khó giảm phát thải, tài chính thích ứng và chống chịu biến đổi khí hậu, cùng tài chính xanh lam cho kinh tế biển đều có danh mục dự án riêng và đòi hỏi các công cụ khác nhau – trái phiếu, khoản vay, các hạn mức liên kết bền vững và tài chính hỗn hợp, chứ không chỉ một sản phẩm dán nhãn đơn lẻ. **Theo góc nhìn đó, 368 tỷ USD vốn đầu tư bổ sung mà Việt Nam cần đến năm 2040 không phải là một thị trường duy nhất cần xây dựng, mà là tập hợp của nhiều thị trường,** và các sản phẩm trung gian tài chính này đã tồn tại sẵn trên quốc tế.

Khía cạnh đầu tiên thường bị bỏ qua nhiều nhất: một thị trường ở quy mô đòi hỏi không thể chỉ dựa vào trái phiếu xanh. Các ngành động lực của một nền kinh tế công nghiệp hóa – thép, xi măng, hóa chất, vận tải nặng, logistics – chiếm tỷ trọng phát thải lớn và giải pháp không thể đơn giản là ngừng cấp vốn. Câu hỏi hữu ích không phải là liệu một hoạt động đã xanh hay chưa, mà là liệu khoản đầu tư có giúp dịch chuyển nền kinh tế sang cấu trúc carbon thấp hơn hay không. Điều đó biến tài chính chuyển đổi (transition finance) trở thành công cụ quyết định cho Việt Nam thay vì một sản phẩm bên lề, đi kèm các lộ trình ngành, mục tiêu hiệu suất và cơ chế điều chỉnh định giá (step-up/step-down pricing).

Lộ trình tương tự đang được áp dụng để mở rộng bộ công cụ ở các thị trường khác. Khối lượng phát hành trái phiếu xanh lam tích lũy toàn cầu đã tăng hơn 800 lần, đạt trên 15 tỷ USD, dù hoạt động tại Châu Á vẫn tập trung chủ yếu ở Trung Quốc, khiến Đông Nam Á vẫn ở giai đoạn sơ khai. Cơ hội cho Việt Nam là trực diện: kinh tế biển đóng góp gần một nửa GDP thông qua thủy hải sản, cảng biển, du lịch và thương mại hàng hải; khoản trái phiếu xanh lam đầu tiên của một ngân hàng thương mại tư nhân đã được IFC và ADB hỗ trợ thực hiện. Tài chính thích ứng và chống chịu nằm cùng nhóm

này – một phân khúc chưa được khai phá tương xứng nhưng đặc biệt gắn liền với Đồng bằng sông Cửu Long và dải duyên hải, nơi chưa có sự cạnh tranh gay gắt từ các trung tâm tài chính hiện hữu.

Kinh nghiệm thực tế đã minh chứng luận điểm này ở cấp độ dự án. Một đơn vị vận hành chuỗi cung ứng lạnh và logistics phục vụ nông thủy sản Đồng bằng sông Cửu Long – mở rộng quy mô từ 30.000 vị trí pallet năm 2023 lên 110.000 vào tháng 12/2025, với giai đoạn 3 dự kiến cho 2027-2028 – đã xem thiết kế xanh là một quyết định vận hành chứ không chỉ là quyết định tài chính: thiết kế kho cao tự động hóa, hệ thống cửa đôi cách nhiệt và hai hệ thống điện mặt trời mái nhà. Tác động đo lường được là cấu trúc chi phí thấp hơn đáng kể so với bình quân ngành: chi phí điện giảm từ trên 30% doanh thu xuống dưới 15% (so với mức 17-20% của ngành), chi phí nhân công giảm từ 43% xuống khoảng 20% chỉ sau 7 tháng vận hành tối đa. Nhờ các khoản tiết kiệm này được kiểm chứng độc lập (chứng nhận EDGE, các tiêu chuẩn an toàn thực phẩm/xúc tiến xuất khẩu, báo cáo tiết kiệm năng lượng tối thiểu 20% so với cơ sở), dự án đã đủ điều kiện tiếp cận nguồn tín dụng xanh từ ngân hàng thương mại trong nước sử dụng nguồn vốn khí hậu quốc tế. Mô hình này hiện đang được mở rộng sang dự án cảng nước sâu vừa khởi công với 8 bến và hơn 1.800m cầu cảng, định vị là cơ hội tài chính xanh lam của tập đoàn. Điểm nghẽn được chỉ ra không phải là nhân xanh, mà là công tác chuẩn bị: xác định mục đích sử dụng vốn, xây dựng cơ chế dữ liệu và báo cáo ngay từ khâu thiết kế thay vì sau khi đóng tài chính.

2. Định hướng nào cho VIFC: khung pháp lý, phân loại xanh, MRV và xác nhận độc lập

Bài trình bày mở đầu Hội nghị đã đặt ra khung chiến lược bằng cách loại bỏ mô hình dễ hình dung nhất. Một trung tâm mới có thể định vị mình là một địa điểm niêm yết cho các sản phẩm đã hoàn thiện ở nơi khác, cạnh tranh bằng ưu đãi thuế, sự thuận tiện trong thủ tục và giá trị của nhân xanh. Đại diện cấp cao của Ban Điều hành VIFC-HCMC đã phản đối hướng đi này. Mô hình đó sẽ khiến trung tâm phải cạnh tranh với các thị trường hiện hữu vốn đã làm tốt hơn và rẻ hơn, đồng thời mang lại rất ít giá trị cho nền kinh tế nội địa. Mẫu hình thay thế được đề xuất là một năng lực trung chuyển chứ không chỉ là một sàn giao dịch: **Trung tâm chuyển hóa vốn xanh với chức năng cốt lõi là tiếp nhận nhu cầu chuyển đổi của doanh nghiệp và hạ tầng trong nước, biến chúng thành các tài sản được chuẩn hóa, giảm thiểu rủi ro, đo lường được và có thể giao dịch xuyên biên giới.** Sự khác biệt này quyết định những gì cần phải xây dựng: một trung tâm chuyển hóa đòi hỏi năng lực chuẩn bị dự án, các công cụ bảo lãnh và tài chính hỗn hợp, hạ tầng đo lường/kiểm chứng, và một thị trường thứ cấp – nói cách khác là hầu hết thể chế mà Việt Nam hiện chưa có.

Hướng đi này quyết định lộ trình mà dòng vốn phải trải qua: từ cam kết khí hậu đến dự án hoàn thiện, qua giai đoạn giảm rủi ro và đo lường, tiến tới huy động vốn và cuối cùng là thanh khoản. Hai mắt xích dễ thất bại nhất nằm ở: (1) Giữa cam kết và dự án. Một phương án tốt về môi trường chưa phải là một dự án đạt tính khả thi cấp vốn quốc tế nếu dòng tiền chưa được cấu trúc, hợp đồng chưa chuẩn hóa, rủi ro tỷ giá và rủi ro chính sách bị gánh chịu thay vì được phân bổ rõ ràng. (2) Giữa đo lường và vốn có thể giao dịch. Dữ liệu không tin cậy khiến cả việc định giá ban đầu lẫn kiểm chứng sau phát hành trở nên khó khăn, dẫn đến việc các công cụ bị nắm giữ đến khi đáo hạn bởi chính bên khởi tạo. Việc này dẫn đến các hậu quả như: chi phí vốn không cạnh tranh, danh mục dự án quá mỏng không đủ duy trì tần suất phát hành, và thị trường không thể phát tín hiệu giá để thu hút nhà đầu tư tiếp theo. Đây là lý do bài trình bày coi chi phí vốn là biến số trung tâm. Một dự án đóng tài chính với mức chênh lệch lãi suất (spread) thấp hơn là dự án đã được giảm rủi ro, được đo lường và có thể so sánh – và đó chính là những chức năng mà một trung tâm tài chính có thể chuẩn hóa ở quy mô lớn.

Đánh giá so sánh giữa London, Singapore, Hồng Kông, Luxembourg và Abu Dhabi Global Market (ADGM) đưa ra kết luận định hình chiến lược. Các trung tâm hàng đầu đã giải quyết xong lớp định nghĩa của tài chính xanh: khung phân loại, tiêu chí sàng lọc, chuẩn mực minh bạch, nhãn trái phiếu/quỹ bền vững, nền tảng niêm yết/dữ liệu, hệ sinh thái dịch vụ chuyên nghiệp sâu rộng và phát hành kỹ thuật số. Mỗi trung tâm có một thế mạnh riêng. Tuy nhiên, không trung tâm nào đồng thời dẫn đầu trong công việc mà các thị trường mới nổi thực sự cần: khởi tạo dự

án, tài trợ chuyển đổi cho ngành công nghiệp nặng, tài trợ thích ứng, hấp thụ rủi ro để hạ chi phí vốn, mở rộng khả năng tiếp cận cho doanh nghiệp nhỏ hơn và cung cấp giải pháp đo lường đủ rẻ để họ sử dụng. **Khoảng trống này tạo ra không gian định vị dành cho VIFC-HCMC.**

Kiến trúc được đề xuất để hình thành và phát triển không gian này mang tính phân tầng, thay vì tập trung vào từng sản phẩm riêng lẻ. Trước hết là chính sách và taxonomy — với các quy định và tiêu chuẩn thị trường rõ ràng — tiếp đến là chuẩn bị danh mục dự án, bao gồm tìm kiếm, hình thành và cấu trúc dự án. Sau đó là dữ liệu, MRV và assurance — bao gồm đo lường, công bố thông tin và xác minh — tiếp theo là nguồn vốn và các công cụ giảm thiểu rủi ro thông qua quỹ, bảo lãnh và blended finance. Sau đó mới đến các nền tảng và hoạt động phát hành đối với trái phiếu, khoản vay, carbon và tài sản số; và cuối cùng là phân phối, giao dịch và thanh khoản — bao gồm nhà đầu tư, thị trường thứ cấp và khả năng tiếp cận xuyên biên giới. Các lớp này được thiết kế để vận hành xuyên suốt các lĩnh vực kinh tế thực mà trung tâm phục vụ, bao gồm hàng không, hàng hải, logistics, hạ tầng đô thị và năng lượng. Lý do là tài chính xanh cần được xem như một lớp vận hành được tích hợp vào các sản phẩm, dữ liệu và hoạt động quản trị rủi ro của từng lĩnh vực, thay vì trở thành một trụ cột riêng biệt cạnh tranh với các lĩnh vực đó.

Trình tự triển khai được xác định dựa trên mức độ ưu tiên, thay vì sở thích hay lựa chọn. Giai đoạn khởi động năm 2026 tập trung vào nhóm công tác về taxonomy, phòng thí nghiệm MRV và dữ liệu, nền tảng trái phiếu xanh và từ 3–5 giao dịch thí điểm. Trong giai đoạn 2027–2028, trọng tâm là mở rộng cơ chế blended finance, các dịch vụ carbon, các sản phẩm tài chính chuyển đổi và tài chính thích ứng, cũng như khả năng phân phối xuyên biên giới. Đến 2029–2030, trọng tâm chuyển sang các quan hệ đối tác khu vực, phát triển thanh khoản thứ cấp, tài sản được token hóa và hệ sinh thái tạo lập thị trường. Biểu 2: Các lớp hạ tầng: hệ sinh thái khép kín từ chuẩn mực đến thanh khoản.

Biểu 2: Hệ sinh thái sáu tầng để phát triển tài chính xanh tại VIFC



Nguồn: Mô hình hệ sinh thái đề xuất, FiinRatings tổng hợp từ tài liệu hội nghị.

Những yếu tố thực sự khiến dòng vốn dịch chuyển sang các thị trường khác cho thấy **VIFC cần theo đuổi một chương trình tập trung hơn so với những gì các nghị quyết về việc xây dựng trung tâm này đang hàm ý.** Các thảo luận trong ngày đã chỉ ra bốn yếu tố tạo điều kiện cho tài chính xanh tại VIFC: chi phí thực hiện giao dịch, tính liên thông của các định nghĩa, thực chất và mức độ đầy đủ của khung pháp lý, và dữ liệu được xác minh. **Chi phí thực hiện giao dịch là yếu tố mà các giá định phổ biến hiện nay còn yếu nhất.** Trái phiếu xanh hiện không còn mang lại mức giá phát hành thấp hơn một cách ổn định so với trái phiếu thông thường, và quan điểm của cả các ngân hàng và tổ chức thẩm định tại phiên thảo luận thậm chí còn rõ ràng hơn: chi phí vốn phụ thuộc vào mức độ rủi ro, do đó dự án phải có tính khả

thì về mặt tài chính trước khi nhân “xanh” có thể tạo thêm giá trị. Vì vậy, một chiến lược dựa trên việc duy trì greenium — mức chênh lệch lợi suất ưu đãi của các công cụ xanh — sẽ thiếu bền vững. Thay vào đó, các thị trường tăng trưởng nhanh nhất đã làm cho tài chính bền vững rẻ hơn và đơn giản hơn trong quá trình triển khai. Malaysia hỗ trợ chi phí đánh giá bên ngoài và cắt giảm các khoản phí quản lý, trong khi Indonesia đưa ra các ưu đãi cho hoạt động phát hành. Đối với VIFC, điều này cho thấy cần sớm xây dựng một cơ chế hỗ trợ chi phí phát hành, trong đó hấp thụ các chi phí liên quan đến xây dựng khung tài chính xanh, ý kiến đánh giá độc lập lần thứ hai (second-party opinion – SPO) và báo cáo — những khoản chi phí hiện đang khiến hoạt động phát hành xanh chủ yếu chỉ phù hợp với một số ít ngân hàng lớn và doanh nghiệp niêm yết.

Tính liên thông của các định nghĩa là yếu tố tạo điều kiện tiếp theo. Quyết định 21 đã thiết lập cho Việt Nam một hệ thống phân loại xanh quốc gia (taxonomy) và cơ chế chứng nhận dự án; điều còn thiếu là khả năng tương thích và liên thông với các hệ thống quốc tế. Việc đối chiếu hệ thống này với các nguyên tắc của ICMA, CBI và các taxonomy của ASEAN, đồng thời công bố bảng đối chiếu đó như một phần của bộ quy tắc về tài chính xanh của VIFC, sẽ giúp nhà đầu tư tại Singapore, Hong Kong hoặc Luxembourg có thể đánh giá và định giá một tổ chức phát hành Việt Nam mà không phải thực hiện lại toàn bộ quá trình thẩm định đối với các định nghĩa và tiêu chí xanh.

Tính thực chất của khung pháp lý là yếu tố tiếp theo. Nghị quyết của Quốc hội và các nghị định hướng dẫn triển khai đã thiết lập nền tảng cho trung tâm và là điểm khởi đầu đáng tin cậy. Tuy nhiên, nhà đầu tư đánh giá trung tâm tài chính quốc tế sẽ tập trung vào một nhóm câu hỏi cụ thể hơn: các quy định có rõ ràng và đầy đủ hay không; có phù hợp với các chuẩn mực quốc tế hay không; và hoạt động giám sát có mang tính dự đoán được, nhất quán và thực sự độc lập hay không. Các trung tâm tài chính phát triển thường trả lời những câu hỏi này thông qua các bộ quy tắc được công bố công khai và hướng dẫn triển khai chi tiết. Do đó, chương trình thực tiễn của VIFC nên bao gồm: một bộ quy tắc tài chính xanh thống nhất áp dụng cho ngân hàng, trái phiếu, quỹ và các nhà cung cấp dịch vụ, được triển khai nhất quán tại cả hai cơ sở; một taxonomy xanh và chuyển đổi của VIFC kèm bảng đối chiếu được công bố công khai; và một khung tài chính chuyển đổi cho các ngành thép, xi măng, logistics, hàng hải và hàng không, trong đó xác định lộ trình theo ngành, các KPI về hiệu quả hoạt động, cơ chế điều chỉnh tăng/giảm mức giá theo kết quả thực hiện (step-up/step-down pricing) và các chế tài rõ ràng đối với hành vi greenwashing.

Dữ liệu được xác minh là yếu tố cuối cùng trong bốn nhóm yếu tố trên, và đây là một khoảng trống cụ thể mà Việt Nam có thể khắc phục tương đối rõ ràng. Quyết định 21 cho phép các tổ chức độc lập đủ điều kiện thực hiện hoạt động xác minh, đồng thời giao trách nhiệm phân loại cho các bộ, ngành và tổ chức xác minh. Tuy nhiên, các tiêu chí công nhận/kiểm định năng lực (accreditation) vẫn chưa được ban hành, trong khi việc công bố thông tin ESG hiện vẫn tập trung ở một số lượng nhỏ các doanh nghiệp niêm yết lớn. Như vậy, khung phân loại đã tồn tại trên giấy tờ nhưng chưa có đầy đủ các tổ chức và cơ chế cần thiết để triển khai trên thực tế. Việc thiết lập lộ trình và cơ chế công nhận năng lực cho các tổ chức xác minh độc lập, nhà cung cấp SPO và các đơn vị cung cấp dịch vụ đo lường, báo cáo và thẩm tra (MRV) là khuyến nghị trọng tâm của FiinGroup, đồng thời cũng là hạng mục xây dựng thể chế có chi phí thấp nhất mà VIFC có thể triển khai trong năm đầu tiên.

Ngoài vấn đề công nhận năng lực, các đề xuất cũng thống nhất về việc tích hợp hoạt động đo lường vào toàn bộ vòng đời của giao dịch, thay vì bổ sung sau khi giao dịch đã hoàn tất. Cụ thể, VIFC có thể xây dựng một hạ tầng dữ liệu khí hậu và MRV dựa trên dữ liệu doanh nghiệp, ngân hàng, năng lượng và logistics, tích hợp chức năng đối chiếu với taxonomy và tính toán phát thải; một cổng công bố thông tin công khai lưu trữ các khung tài chính, báo cáo đánh giá bên ngoài và báo cáo tác động; các tiêu chuẩn hóa về báo cáo sử dụng vốn và tác động; và một hệ thống đăng ký tín chỉ carbon với dấu vết kiểm toán (audit trail) của các tổ chức xác minh đã được công nhận. Giao dịch trong lĩnh vực kho lạnh cho thấy rõ giá trị của cách tiếp cận này ở cấp độ giao dịch: một khoản tiết kiệm được xác minh so với đường cơ sở (baseline) chính là yếu tố biến một cải thiện trong hoạt động vận hành thành điều kiện đủ để tiếp cận nguồn vốn khí hậu quốc tế. Logic tương tự cũng áp dụng đối với các cơ chế giảm thiểu rủi ro (de-risking), trong bối cảnh nguồn vốn từ các tổ chức tài chính phát triển và các quỹ khí hậu đã tồn tại nhưng vẫn còn phân tán.

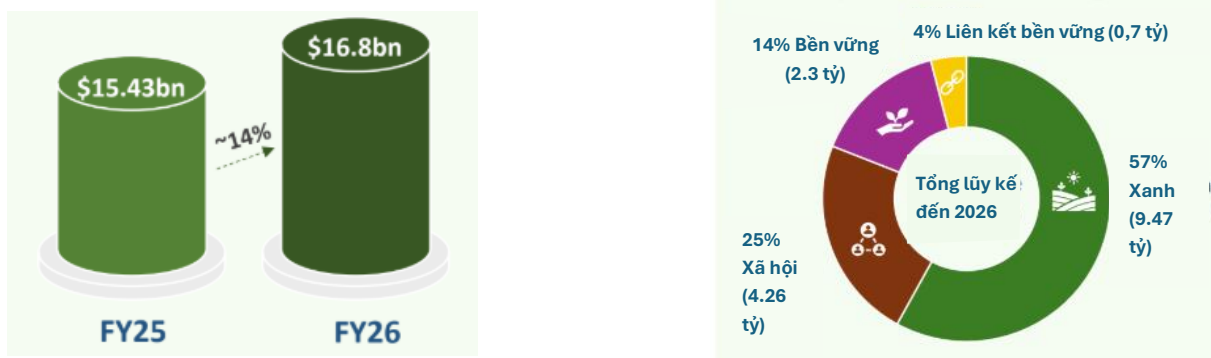
Định hướng nổi lên đối với chính VIFC mang tính thể chế nhiều hơn là tài khóa: **VIFC nên được nhìn nhận không phải là một nền tảng ưu đãi thuế hay huy động vốn, mà là một hạ tầng tạo dựng niềm tin** — và thước đo của hạ tầng này phải là khả năng truyền dẫn vốn, chứ không phải quy mô doanh thu hay số lượng giao dịch. Điều quan trọng là bao nhiêu vốn thực sự đến được với các bên vay và dự án trong nước, được phân loại theo điểm đến, ngành, đồng tiền, kỳ hạn và phân biệt giữa nguồn vốn tài trợ mới với nguồn vốn tái cấp vốn, thay vì chỉ đo lường lượng vốn được ghi nhận hoặc niêm yết bên trong trung tâm.

3. Bài học từ GIFT City: một cơ quan quản lý duy nhất, sử dụng các taxonomy đã có, ưu đãi được định giá và rủi ro được công bố

Trường hợp có tính so sánh trực tiếp nhất được trình bày tại Diễn đàn đến từ Ấn Độ. GIFT City – Gujarat International Finance Tec-City IFSC, hiện được giám sát bởi một cơ quan quản lý duy nhất là IFSCA, được thành lập năm 2012 với mục tiêu tương tự mục tiêu mà Việt Nam đặt ra cho VIFC: dẫn dắt dòng vốn quốc tế vào quá trình chuyển đổi trong nước mà không cần mở cửa thị trường trong nước. Trong phần trình bày trực tuyến của IFSCA, cơ quan này đã trình bày cách trung tâm xây dựng thị trường tài chính bền vững, bao gồm: quy mô vốn thực tế đã huy động, quá trình hình thành cơ chế một cơ quan quản lý duy nhất, các ưu đãi về thuế, những hệ thống taxonomy được chấp nhận, tổ chức nào thực hiện xác minh nhân xanh và tổ chức nào công nhận kết quả xác minh, cũng như cách trung tâm xử lý vấn đề rửa xanh (greenwashing).

Hệ sinh thái tài chính xanh của Ấn Độ đã hình thành nhưng vẫn còn tương đối non. Giá trị nợ gắn nhãn ESG được niêm yết tại trung tâm đã tăng gấp đôi, từ 7,3 tỷ USD năm 2022 lên 15,4 tỷ USD năm 2025, chủ yếu là trái phiếu xanh. Các ngân hàng hoạt động trong phạm vi trung tâm đã cung cấp khoảng 4,9 tỷ USD tín dụng bền vững trong hai năm đầu triển khai khung này; ba quỹ ESG đã được thành lập; và chưa có bất kỳ trái phiếu chuyển đổi (transition bond) nào được phát hành. Quy mô này vẫn còn khá nhỏ so với nhu cầu vốn đang thúc đẩy thị trường. Theo NITI Aayog, nhu cầu đầu tư để Ấn Độ đạt mục tiêu phát thải ròng bằng 0 vào năm 2070 lên tới 22,7 nghìn tỷ USD. Để đáp ứng nhu cầu này, dòng vốn đầu tư hàng năm cần tăng từ khoảng 135 tỷ USD lên 500 tỷ USD, trong khi tỷ trọng nguồn vốn quốc tế trong tổng nguồn vốn cần tăng từ 17% lên 42%. GIFT City được xây dựng để thu hẹp khoảng cách đó, và thị trường tài chính bền vững tại đây mới chỉ đang bước vào giai đoạn hình thành.

Hình 3: Quy mô huy động lũy kế và cơ cấu nợ dán nhãn ESG niêm yết tại GIFT City (tỷ USD)



Nguồn: Cơ quan Quản lý Dịch vụ Tài chính Quốc tế (IFSCA), GIFT City (Ấn Độ).

Cơ chế một cơ quan quản lý duy nhất là lý do mô hình này hoạt động hiệu quả. Trong những năm đầu, trung tâm chịu sự giám sát của bốn cơ quan quản lý chuyên ngành của Ấn Độ — ngân hàng, chứng khoán, bảo hiểm và lương hưu — khiến việc hình thành một góc nhìn giám sát thống nhất là rất khó. IFSCA, được thành lập vào tháng 10/2020, đã thay thế mô hình này bằng một cơ quan quản lý duy nhất, phụ trách ngân hàng, thị trường vốn, bảo hiểm, lương hưu và quản lý quỹ. Cơ quan này cũng ban hành các quy định về tài chính bền vững dưới dạng một bộ quy tắc thống nhất, bao gồm quy định niêm yết, khung cho vay của ngân hàng và quy định về quản lý quỹ. Phạm vi hoạt động của trung tâm chỉ

dành cho giao dịch bằng ngoại tệ, loại trừ đồng rupee; các hoạt động kinh doanh trong nước của Ấn Độ không được ghi nhận tại đây; và các tổ chức hoạt động bên trong được xem là đối tượng không cư trú. Đối với VIFC, hàm ý là cần xây dựng một bộ quy tắc tài chính xanh thống nhất áp dụng cho ngân hàng, trái phiếu, quỹ và các nhà cung cấp dịch vụ, với cách thức áp dụng giống nhau tại cả hai cơ sở.

Ưu đãi thuế được định giá ở cấp độ giao dịch và được triển khai sau, không phải trước. Các tổ chức được hưởng miễn hoàn toàn thuế thu nhập từ hoạt động kinh doanh trong một khoảng thời gian dài do doanh nghiệp tự lựa chọn trong những năm đầu hoạt động, và ưu đãi này cũng áp dụng cho các tổ chức trung gian. Đối với các công cụ xanh, mức thuế khấu trừ tại nguồn (withholding tax) đối với khoản vay là 0%, đối với trái phiếu là 9%, so với khoảng 20% trong nước và 15–20% tại các khu vực pháp lý cạnh tranh; đồng thời phí đăng ký được miễn cho 10 quỹ đầu tiên thành lập tại trung tâm, trong đó hiện đã có ba suất được sử dụng. Bài học nằm ở thứ tự xây dựng các cấu phần này. GIFT City trước tiên thiết lập bộ quy tắc và cơ chế một cơ quan quản lý duy nhất, sau đó mới bổ sung các ưu đãi thuế. Chỉ riêng ưu đãi thuế không thể thuyết phục nhà đầu tư nếu nhà đầu tư đó không nhìn thấy các quy định rõ ràng hoặc cơ chế giám sát có tính dự đoán cao. Đây cũng là lý do các cổ vấn của VIFC cho rằng trung tâm nên định vị mình là một hạ tầng tạo dựng niềm tin, thay vì một thiên đường thuế.

Về taxonomy, trung tâm đơn giản là áp dụng các hệ thống đã được quốc tế công nhận. Các trái phiếu gắn nhãn được công nhận theo các nguyên tắc của ICMA và các tiêu chuẩn của ASEAN, EU và Climate Bonds; các khoản vay bền vững và khoản vay liên kết với tính bền vững được công nhận theo các nguyên tắc của LMA, ICMA và APLMA/LSTA; còn trái phiếu chuyển đổi được đánh giá theo taxonomy của ASEAN, Australia, Climate Bonds, EU và Singapore-Asia, cùng với các lộ trình của IEA và Bộ Kinh tế, Thương mại và Công nghiệp Nhật Bản (METI). Lý do được nêu ra là không cần phát minh lại những gì đã tồn tại — mỗi khung tiêu chuẩn được công nhận thêm sẽ mở rộng phạm vi nhà đầu tư có thể tiếp cận. Việt Nam không nhất thiết phải sao chép hoàn toàn mô hình này vì Quyết định 21 đã tồn tại; điều Việt Nam cần là khả năng liên thông (interoperability). Việc đối chiếu Quyết định 21 với các khung của ICMA, CBI, ASEAN và EU, đồng thời công nhận trực tiếp các khung này đối với hoạt động phát hành tại VIFC, sẽ tạo ra hiệu ứng tương tự và đồng thời bao phủ cả tài chính chuyển đổi, lĩnh vực hiện chưa được Quyết định 21 đề cập.

Vấn đề ai xác nhận và ai công nhận được giải quyết thông qua bộ quy tắc và các tổ chức đánh giá độc lập. Mỗi trái phiếu gắn nhãn phải công bố thông tin hai lần. Trước khi phát hành, doanh nghiệp phải công bố mục tiêu ESG, quy trình lựa chọn dự án và kế hoạch sử dụng nguồn vốn; sau đó hàng năm phải công bố tình hình phân bổ vốn thực tế và tác động đã được đo lường. Đánh giá độc lập là bắt buộc, dưới hình thức ý kiến đánh giá lần thứ hai (SPO), xác minh hoặc chứng nhận; đối với các công cụ liên kết với tính bền vững, cần có đánh giá độc lập về mức độ thực hiện so với các mục tiêu đã đặt ra. Đối với trái phiếu chuyển đổi, việc đánh giá được thực hiện ở cấp độ tổ chức phát hành, yêu cầu một kế hoạch chuyển đổi đáng tin cậy, phù hợp với mục tiêu của Thỏa thuận Paris, bao gồm cơ chế quản trị, các mục tiêu dựa trên cơ sở khoa học và minh bạch thông tin theo quy định năm yết năm 2024 của IFSCA và *ICMA Transition Handbook*. Các quỹ ESG phải công bố chiến lược và chỉ số tham chiếu (benchmark) khi ra mắt, sau đó báo cáo kết quả hoạt động so với các tiêu chí này.

Đối với trái phiếu xanh phát hành tại VIFC, mô hình thực tiễn có thể áp dụng chính là cách GIFT City đã thực hiện: công nhận trực tiếp các ICMA Green Bond Principles và các tiêu chuẩn của CBI, ASEAN và EU trong quy định năm yết của trung tâm; đồng thời đối chiếu các tiêu chí đủ điều kiện theo Quyết định 21 với các tiêu chuẩn này thay vì vận hành hai hệ thống phân loại song song. Sau đó, ba yếu tố nên trở thành điều kiện bắt buộc để niêm yết, thay vì chỉ là thông lệ tốt: (i) công bố khung trái phiếu xanh; (ii) có SPO trước khi phát hành hoặc xác minh của CBI do một tổ chức đánh giá được công nhận thực hiện; và (iii) báo cáo hàng năm về phân bổ vốn và tác động, kèm theo đánh giá sau phát hành. Khoảng trống hiện nay nằm ở cơ chế công nhận năng lực (accreditation). Quyết định 21 cho phép thực hiện xác minh độc lập bởi các tổ chức đủ điều kiện, nhưng chưa có tiêu chí được ban hành để công nhận các tổ chức thực hiện hoạt động này. Điều đó có nghĩa là VIFC có thể công nhận các tổ chức đánh giá mà chưa có một hệ thống rõ ràng để xác định tổ chức nào đủ điều kiện.

Về vấn đề greenwashing, trung tâm lựa chọn cơ chế công bố thông tin thay vì cơ chế hoàn trả. Cơ chế trong nước của Ấn Độ yêu cầu tổ chức phát hành bị xác định có hành vi greenwashing phải hoàn trả tiền cho người sở hữu trái phiếu. Trong khi đó, IFSCA đã ban hành một thông tư riêng dựa trên năm nguyên tắc, bao gồm: cách thức sàng lọc các tuyên bố về tính xanh và chuyển đổi; cách xác định hành vi greenwashing; và những thông tin bắt buộc phải công bố. Theo cách tiếp cận này, việc hoàn trả được xem là biện pháp bảo vệ quyền lợi của trái chủ, thay vì là công cụ quản lý. Cơ chế thực thi đi kèm là khung cho vay tháng 4/2022: khoảng 40 ngân hàng và công ty tài chính hoạt động trong phạm vi trung tâm, trong đó khoảng một nửa là tổ chức quốc tế, phải xây dựng chính sách cho vay GSS+ được hội đồng quản trị phê duyệt; dành 5% phần tín dụng tăng thêm cho các dự án bền vững; tuân thủ các nguyên tắc quốc tế về khoản vay và trái phiếu; và báo cáo cho IFSCA hai lần mỗi năm.

Trong hai biện pháp trên, thông tư về greenwashing là biện pháp mà VIFC có thể áp dụng ngay: việc xây dựng các quy định về cách thức các tuyên bố xanh phải được sàng lọc, báo cáo và kiểm tra không đòi hỏi chi phí lớn, nhưng sẽ tạo hiệu lực thực tế cho một khung phân loại mà đến nay vẫn chủ yếu tồn tại trên giấy tờ.

Theo phần trình bày của FiinGroup, kinh nghiệm GIFT City cũng đưa ra một cảnh báo về cách đánh giá hiệu quả của một trung tâm tài chính. Các tổ chức tài chính đăng ký tại trung tâm phải tích hợp các yếu tố ESG vào các quy trình vận hành như thẩm định tín dụng. Tuy nhiên, giá trị của nguồn vốn này đối với nền kinh tế rộng hơn phụ thuộc vào việc nguồn vốn có thực sự đến được với các bên vay trong nước hay không. Nếu nguồn vốn quốc tế chỉ luân chuyển bên trong phạm vi của VIFC, nguồn vốn đó sẽ không mang lại nhiều lợi ích cho các doanh nghiệp Việt Nam, cũng như không giúp giải quyết vấn đề của hệ thống ngân hàng vốn đã đang chịu áp lực từ việc cung cấp tín dụng dài hạn. Theo cách nhìn này, chỉ số đánh giá hiệu quả phù hợp đối với VIFC là lượng vốn xanh thực sự được dẫn vào thị trường trong nước — chứ không phải lượng vốn được huy động bên trong trung tâm.

4. Điểm nghẽn và thách thức: Khả năng huy động (bankability) là rào cản cốt lõi

Cả hai phiên thảo luận đều đi đến cùng một chẩn đoán, dù tiếp cận vấn đề từ hai đầu khác nhau của giao dịch. Một nhà đầu tư tài chính phát triển cho rằng rào cản không nằm ở sự thiếu hụt nguồn vốn, mà ở nguồn cung các dự án đủ mức độ sẵn sàng để tiếp nhận nguồn vốn đó. Ngược lại, một công ty tư vấn quốc tế về phát triển bền vững chỉ ra vấn đề từ phía dự án: ngay cả những dự án có nền tảng thương mại vững chắc và mang lại lợi ích môi trường thực sự vẫn có thể không vượt qua được quy trình thẩm định mà nguồn vốn quốc tế yêu cầu. Những thiếu hụt thường xuyên bao gồm: đánh giá và thẩm định môi trường – xã hội; tham vấn và gắn kết các bên liên quan; cũng như hệ thống quản lý đủ năng lực để theo dõi và báo cáo kết quả trong suốt vòng đời của khoản đầu tư, thay vì chỉ tại một thời điểm nhất định. Tính toàn vẹn và đầy đủ của dữ liệu ESG, cùng với cơ chế quản trị và kiểm soát nội bộ tạo ra các dữ liệu đó, có ý nghĩa ít nhất ngang bằng với chất lượng của chính tài sản cơ sở. Bởi nhà đầu tư không chỉ đánh giá một báo cáo tại một thời điểm, mà đang đánh giá năng lực thực thi đã được chứng minh và duy trì theo thời gian.

Nói cách khác, khoảng cách không nằm giữa nguồn vốn và cơ hội đầu tư. Khoảng cách nằm giữa nguồn vốn đã cam kết và các dự án được chuẩn bị theo tiêu chuẩn mà nguồn vốn đó có thể chấp nhận — và việc thu hẹp khoảng cách này là vấn đề về tư vấn và xây dựng năng lực thể chế, chứ không đơn thuần là một vấn đề tài trợ vốn.

Phiên thảo luận thứ hai đặt ra câu hỏi thương mại khó hơn và đưa ra một câu trả lời khá thực tế: **một nhãn xanh không thể biến một dự án yếu thành một dự án có khả năng vay vốn hoặc thu hút đầu tư.** Một đại diện đến từ công ty quản lý tài sản và tư vấn trong nước phân loại nhà đầu tư thành hai nhóm. Đối với nhóm thứ nhất, lợi suất, kỳ hạn và khả năng trả nợ là những yếu tố quyết định việc phân bổ vốn. Yếu tố “xanh” chỉ có ý nghĩa thông qua tác động của nó đến tính bền vững và khả năng tồn tại lâu dài của dự án: một dự án gặp ít rủi ro hơn về môi trường, xã hội và cấp phép có khả năng hoạt động lâu hơn và đối mặt với ít tranh chấp hơn — đây là cơ sở hợp lý để nhà đầu tư chấp nhận mức tỷ lệ chiết khấu thấp hơn. Đối với nhóm thứ hai, một mandate đầu tư rõ ràng yêu cầu phân bổ vốn vào các khoản đầu tư xanh, và nhãn xanh đóng vai trò xác định khoản đầu tư có đủ điều kiện hay không, thay vì trực tiếp quyết định mức giá. Trong cả hai

trường hợp, các yếu tố nền tảng vẫn được đặt lên hàng đầu và không thay đổi chỉ vì dự án được gắn nhãn xanh: tình trạng pháp lý và giấy phép, rủi ro xây dựng và mua sắm, cũng như chất lượng của các thỏa thuận vận hành và bảo trì.

Một đại diện của tổ chức bảo lãnh quốc tế cũng đưa ra quan điểm tương tự từ góc độ tín dụng. Tính bổ sung về tác động (impact additionality) và chất lượng tín dụng đều phải đủ mạnh, bởi không yếu tố nào có thể bù đắp cho sự yếu kém của yếu tố còn lại. Hàm ý thực tiễn đối với các tổ chức phát hành là việc cấu trúc một giao dịch xanh là phần bổ sung cho một dự án có nền tảng tốt, chứ không phải giải pháp thay thế cho nền tảng đó. Lợi ích của việc gắn nhãn xanh chủ yếu đến từ việc mở rộng cơ sở nhà đầu tư, thay vì giúp một tài sản có chất lượng biên được hưởng mức chi phí vốn thấp hơn.

Điều khiến nhãn xanh trở thành một cam kết có ý nghĩa thực chất, thay vì chỉ mang tính hình thức, chính là thời hạn của lời cam kết đi kèm với nhãn đó. Một công ty bảo hiểm mua trái phiếu xanh kỳ hạn 20 năm không chỉ mua một chứng nhận tại thời điểm phát hành. Nhà đầu tư cần có sự đảm bảo rằng các điều kiện và tiêu chí làm cơ sở cho việc gắn nhãn xanh sẽ tiếp tục được duy trì trong suốt vòng đời của công cụ, bởi khoản đầu tư này thuộc một danh mục đầu tư bền vững có thể được kiểm toán trong toàn bộ thời gian trái phiếu còn lưu hành. Công nghệ cũng không phải là yếu tố duy nhất quyết định một dự án có được coi là xanh hay không. Một dự án điện mặt trời hoặc điện gió không mặc nhiên là một dự án xanh: sự cạnh tranh trong sử dụng đất với nông nghiệp, tác động đến đa dạng sinh học và ảnh hưởng đến cộng đồng chính là những vấn đề mà các chuẩn mực quốc tế đánh giá. Theo tổ chức bảo lãnh, đây là vai trò của xác minh độc lập. Một chứng nhận được kiểm toán và xác minh bởi bên thứ ba cung cấp cho tổ chức bảo lãnh và nhà đầu tư cuối cùng một cơ sở đáng tin cậy để dựa vào; trong khi đánh giá sau phát hành biến một ý kiến về khung phát hành tại một thời điểm thành một hồ sơ liên tục về việc sử dụng vốn và tác động thực tế.

Một điểm nghẽn khác là khâu chuẩn bị dự án — yếu tố tương ứng về mặt vận hành với các số liệu về nhu cầu vốn, nhưng thường được giả định là đã tồn tại thay vì được đầu tư nguồn lực phù hợp. Để chuẩn bị dự án đáp ứng các tiêu chuẩn quốc tế cần có: hướng dẫn áp dụng taxonomy, dữ liệu khí hậu và ESG, năng lực thẩm định môi trường và xã hội, các mẫu hợp đồng chuẩn và bộ công cụ đánh giá tính khả thi. Quan trọng hơn, cần có một cơ chế để chi trả cho những công việc này trước khi giao dịch hình thành và có thể hấp thụ các chi phí đó. **Một cơ chế hỗ trợ chuẩn bị dự án, với danh sách các tổ chức tư vấn được công nhận, được tài trợ cùng với các đối tác tài chính hỗn hợp có khả năng cung cấp cả hỗ trợ kỹ thuật lẫn nguồn vốn, là cơ chế được đề xuất từ cả hai phía trong các cuộc thảo luận.**

Một yêu cầu khác cũng được nhắc lại xuyên suốt chương trình là “chuyển ngữ” các yêu cầu quốc tế thành những công cụ có thể áp dụng trên thực tế tại địa phương. Các yêu cầu quốc tế thường tạo ra một khoản chi phí cố định đáng kể đối với các doanh nghiệp ở giai đoạn đầu và doanh nghiệp nhỏ. Nếu các yêu cầu này không được chuyển hóa thành mẫu biểu, hướng dẫn và danh mục kiểm tra mà một chủ đầu tư hoặc doanh nghiệp địa phương thực sự có thể triển khai, nguồn dự án tiềm năng sẽ tiếp tục tập trung vào một số ít tổ chức phát hành lớn, và thị trường sẽ khó có thể mở rộng về chiều rộng.

5. Định hướng hành động: xây dựng VIFC như một trung tâm chuyển đổi vốn xanh

Khung định hướng được đặt ra tại Diễn đàn là VIFC cần thành công với tư cách là một năng lực/hệ sinh thái, thay vì chỉ là một địa điểm: một trung tâm chuyển đổi vốn xanh có khả năng chuyển hóa nhu cầu chuyển đổi của doanh nghiệp và hạ tầng thành các tài sản được chuẩn hóa, giảm thiểu rủi ro, đo lường được và có thể giao dịch xuyên biên giới, trong đó tài chính xanh được tích hợp như một lớp vận hành trong từng trụ cột của trung tâm, thay vì được bổ sung như một trụ cột thứ năm.

Tham vọng này định hình chương trình hành động cho năm đầu tiên, và trọng tâm trước hết phải là xây dựng thể chế thay vì thiết kế ưu đãi. Cụ thể, cần xây dựng một bộ quy tắc tài chính xanh thống nhất áp dụng cho ngân hàng, trái phiếu, quỹ và các nhà cung cấp dịch vụ, với cách thức áp dụng nhất quán tại cả hai cơ sở; công bố bản đối chiếu giữa Quyết định 21 với các nguyên tắc của ICMA và các khung của CBI, ASEAN và EU, để nhà đầu tư ở nước ngoài có thể định giá một tổ chức phát hành Việt Nam mà không phải tự thực hiện lại toàn bộ quá trình xác định và thẩm định các định nghĩa; đồng thời xây dựng tiêu chí công nhận năng lực đối với các tổ chức xác minh độc lập, đơn vị cung cấp ý kiến đánh giá

bên thứ hai (Second-Party Opinion – SPO) và nhà cung cấp dịch vụ MRV. Đây chính là mắt xích thể chế còn thiếu, khiến khung phân loại xanh của Việt Nam hiện vẫn chủ yếu vận hành trên giấy. Một chương trình hỗ trợ phát hành nhằm hấp thụ chi phí xây dựng khung phát hành, đánh giá bên thứ hai và báo cáo cũng cần được triển khai trong cùng giai đoạn. Bởi vấn đề chi phí — chứ không phải việc thiếu greenium — mới là yếu tố khiến phát hành xanh hiện vẫn tập trung ở một số ít ngân hàng lớn và doanh nghiệp niêm yết.

Chức năng chuyển đổi này sau đó cần được bố trí đủ nguồn lực, bởi hạn chế mà cả hai phiên thảo luận cùng xác định là nguồn cung dự án đã được chuẩn bị đầy đủ, chứ không phải nguồn vốn. Trong phạm vi VIFC, điều này đồng nghĩa với việc thành lập một cơ chế hỗ trợ chuẩn bị dự án cùng danh sách các đơn vị tư vấn được công nhận năng lực, được tài trợ song song với các đối tác tài chính hỗn hợp có khả năng cung cấp cả hỗ trợ kỹ thuật và nguồn vốn. Đồng thời, các yêu cầu quốc tế cần được chuyển hóa thành các biểu mẫu và danh mục kiểm tra mà các chủ dự án trong nước có thể thực sự áp dụng. Xung quanh cơ chế này cần có các công cụ giảm thiểu rủi ro (de-risking) — bao gồm bảo lãnh, cơ chế vốn chịu tổn thất trước (first-loss), các cấu trúc blended finance, công cụ phòng ngừa rủi ro tỷ giá và bảo hiểm rủi ro chính trị — cùng với cơ chế rõ ràng, có tính dự báo về việc chuyển lợi nhuận/vốn về nước và giải quyết tranh chấp. Hệ thống lưu ký, thanh toán bù trừ và ngoại hối cũng cần được tích hợp với thị trường trong nước; nếu không, nguồn vốn huy động bên trong VIFC sẽ không thể thực sự đến được với các bên đi vay Việt Nam.

Danh mục dự án cần được phát triển dựa trên các trụ cột của chính VIFC và cấu trúc kinh tế của Việt Nam, thay vì chỉ dựa trên nhãn “trái phiếu xanh”. Trọng tâm nên bao gồm tài chính chuyển đổi cho các ngành thép, xi măng, logistics, hàng hải và hàng không, đi kèm với các lộ trình chuyển đổi theo ngành và cơ chế định giá tăng dần (step-up pricing). Đồng thời, cần phát triển các phân khúc tài chính xanh lam và tài chính thích ứng, nơi Đồng bằng sông Cửu Long và khu vực ven biển tạo cho Việt Nam một lợi thế và nhu cầu đặc thù mà chưa có trung tâm tài chính phát triển nào đang trực tiếp cạnh tranh.

Thanh khoản thứ cấp và số hóa nên được triển khai ở giai đoạn cuối của trình tự, nhưng vẫn là một phần cần thiết của hệ sinh thái. Điều này bao gồm một thị trường giao dịch dành cho các công cụ xanh và bền vững trong VIFC, dựa trên một nguyên tắc đơn giản: một công cụ chỉ có thể được nắm giữ đến ngày đáo hạn thì chưa thể được coi là một thị trường thực sự. Trước đó, một số giao dịch tiêu biểu (flagship transactions) — trong các lĩnh vực khử carbon công nghiệp, năng lượng tái tạo và hạ tầng xanh biển — được hoàn tất đủ sớm để chứng minh rằng toàn bộ cơ chế vận hành hiệu quả sẽ có tác động lớn hơn đến uy tín của trung tâm so với việc tiếp tục đưa ra thêm các thông báo chính sách.

Cuối cùng, VIFC cần được đánh giá dựa trên khả năng truyền dẫn vốn thay vì quy mô giao dịch: bao nhiêu vốn xanh thực sự đến được với các bên đi vay và dự án tại Việt Nam, được phân tách theo ngành, đồng tiền, kỳ hạn và nguồn vốn dành cho tài trợ mới so với tái cấp vốn. Đây chính là thước đo phân biệt một trung tâm chuyển đổi vốn với một địa điểm niêm yết, đồng thời cũng là tiêu chí mà chính VIFC đã đặt ra cho mình.

Nghiên cứu liên quan

1. Nhận định từ Hội nghị Tài chính Xanh Việt Nam 2026 [Ngày 06/08/2026]

- Nhận định 01: Cải thiện tính khả thi dự án nhằm huy động vốn qua Trung tâm Tài chính Quốc tế Việt Nam (VIFC): Bài học từ GIFT City (Ấn Độ)
- Nhận định 02: 05 thông điệp chính từ Hội nghị Tài chính Xanh Việt Nam 2026
- Nhận định 03: Chuyển hóa tiềm năng thành các cơ hội đầu tư khả thi: Định vị Trung tâm Tài chính Quốc tế Việt Nam là trung tâm tài chính xanh

2. Nhận định thị trường

- [07/08/2026] Cải thiện khả năng huy động cho dự án tại Việt Nam: Vấn đề cấu trúc trước khi là vấn đề vốn
- [31/07/2026] Các dấu hiệu cảnh báo sớm rủi ro mất khả năng thanh toán của các ngân hàng Việt Nam: Từ góc nhìn Xếp hạng tín nhiệm
- [28/01/2026] Triển vọng Kinh tế Việt Nam 2026: Định Vị Nguồn Vốn Cho Mục Tiêu Tăng Trưởng Cao 2026 - 2030

3. Báo cáo Tâm điểm ngành

- [16/07/2026] Báo cáo Tâm điểm Ngành Chứng khoán Việt Nam: Tăng trưởng dẫn dắt bởi tín dụng và khả năng ổn định nguồn vốn trong năm 2026
- [17/04/2026] Báo cáo Tâm điểm Ngành Ngân hàng Việt Nam năm 2026: Năng lực vốn và Thanh khoản sẽ định hình Triển vọng ngành
- [03/10/2025] Báo cáo Tâm điểm Ngành Ngân hàng Việt Nam nửa đầu năm 2025: Từ Tăng trưởng đến Cải thiện Khả năng chống chịu – Năng lực vốn định hình triển vọng Ngân hàng Việt Nam

4. Nhận định từ Diễn đàn Thị trường Trái phiếu Doanh nghiệp Việt Nam 2026 [Ngày 02/04/2026]

- Nhận định 01: 05 thông điệp chính từ Diễn đàn Thị trường Trái phiếu Doanh nghiệp Việt Nam 2026
- Nhận định 02: Thị trường Trái phiếu Doanh nghiệp Việt Nam: Tiến triển và thách thức
- Nhận định 03: Phát triển chiều sâu thị trường trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam: Góc nhìn từ kinh nghiệm quốc tế
- Nhận định 04: Mở rộng cơ sở nhà đầu tư cho Thị trường vốn – Định hướng chính sách và Kinh nghiệm quốc tế về mô hình Quỹ đầu tư tín thác cho Ngành Hạ tầng của Việt Nam
- Nhận định 05: Triển vọng Tăng trưởng của Việt Nam và Nhu cầu vốn cho mục tiêu tăng trưởng cao
- Nhận định 06: Trái phiếu Xanh – Chi phí, Lợi ích và Vai trò đối với tương lai phát triển của Việt Nam
- Nhận định 07: Phát triển Đường cong Lợi suất Trái phiếu và Hạ tầng Định giá – Động lực thúc đẩy Thị trường Trái Phiếu
- Nhận định 08: Phát triển Thị trường Trái phiếu Doanh nghiệp Việt Nam theo chiều sâu – Góc nhìn từ những nhà tạo lập thị trường

5. Báo cáo Tâm điểm Trái phiếu

- [08/05/2026] Tâm điểm Thị trường Trái phiếu Doanh nghiệp Quý I/2026: Hoạt động phát hành chịu áp lực từ môi trường lãi suất cao
- [25/09/2025] Tâm điểm Trái phiếu tháng 8/2025: Phát hành Trái phiếu Bất động sản sôi động trở lại
- [18/08/2025] Tâm điểm Trái phiếu tháng 7/2025: Khối lượng phát hành chững lại sau tháng 6 sôi động

Nếu Quý vị cần thêm thông tin hoặc muốn trao đổi trực tiếp với chuyên viên phân tích của chúng tôi, vui lòng liên hệ:

- Email: support@fiinratings.vn
- Điện thoại: (84-24) 3562 6962

Tuyên bố miễn trách nhiệm và bản quyền

Tài liệu này được soạn thảo bởi Công ty Cổ phần FiinRatings chỉ sử dụng cho mục đích tham khảo. Đây không phải là Báo cáo xếp hạng tín nhiệm và không khuyến nghị mua, bán hoặc nắm giữ bất kỳ cổ phiếu nào hoặc bất kỳ giao dịch cụ thể nào khác. Thông tin trong Báo cáo này, bao gồm dữ liệu, số liệu, bảng, phân tích và nhận xét của FiinRatings, chỉ được sử dụng để tham khảo theo quyết định của riêng bạn. FiinRatings sẽ không chịu trách nhiệm cho bất kỳ tổn thất hoặc hậu quả nào có thể xảy ra do việc sử dụng thông tin trong báo cáo này. FiinRatings giữ bản quyền đối với báo cáo này và toàn bộ nội dung trong Báo cáo này. Báo cáo này được bảo hộ bản quyền theo pháp luật về quyền tác giả của Việt Nam và các nước theo các công ước, điều ước quốc tế về quyền tác giả mà Việt Nam là thành viên.