

Kinh nghiệm các nước trên thế giới về mô hình Quỹ đầu tư mạo hiểm

Qũ đầu tư mạo hiểm mặc dù mới xuất hiện trên các thị trường tài chính thế giới cách đây vài thập kỷ, song do sự phát triển nhanh chóng và những lợi ích kinh tế, loại hình đầu tư này ngày càng thu hút được nhiều sự quan tâm của các chuyên gia kinh tế, nhà đầu tư tài chính và chính phủ các nước. Trong những năm qua, Việt Nam đã và đang mở rộng phát triển các quỹ đầu tư, nhất là đầu tư mạo hiểm, song vẫn còn nhiều vướng mắc. Vì vậy, bài viết tập trung nghiên cứu kinh nghiệm các nước trên thế giới về mô hình quỹ đầu tư mạo hiểm để rút ra những bài học kinh nghiệm cho Việt Nam.

1. Mục đích hình thành quỹ đầu tư mạo hiểm

Trung Quốc bắt đầu phát triển thị trường vốn mạo hiểm vào những năm 1998 khi Chính phủ nước này thực hiện chính sách thương mại hóa ngành khoa học - công nghệ kết hợp với chính sách phát triển các doanh nghiệp vừa và nhỏ. Tại thời điểm đó chính quyền trung ương và địa phương đã lập các quỹ đầu tư mạo hiểm để gọi vốn trong và ngoài nước. Đến năm 2000, tổng vốn đầu tư mạo hiểm huy động được là 1,2 tỷ USD. Riêng năm 2003,

Trung Quốc đã thu hút được 992 triệu USD vốn mạo hiểm, trong đó có 780 triệu USD vốn nước ngoài và 163 triệu USD vốn trong nước, 3 triệu USD vốn liên doanh và 46 triệu USD là vốn của Hoa kiều. Như vậy, lượng vốn mạo hiểm của Trung Quốc từ nước ngoài là chủ yếu.

Tại Đài Loan, đầu tư mạo hiểm được khuyến khích phát triển nhằm tạo ra chất xúc tác cho sự phát triển nhanh chóng của các ngành công nghệ cao - lực lượng chính hỗ trợ sự phát triển nền kinh tế. Bên cạnh việc ban hành các chính sách khuyến khích, Chính phủ Đài Loan còn trực tiếp tham gia sáng lập quỹ đầu tư mạo hiểm.

Hoa Kỳ được coi là cái nôi của thị trường vốn đầu tư mạo hiểm. Đầu thập niên 80, Hoa Kỳ thành lập quỹ hỗ trợ doanh nghiệp nhỏ nhằm huy động vốn từ các cá nhân. Vốn đầu tư mạo hiểm đã tạo cơ hội để phát triển hàng loạt công ty trong lĩnh vực công nghệ, trong đó có nhiều tên tuổi lớn như HP, Intel, Microsoft, Apple. Dần dần, Chính phủ Hoa Kỳ hình thành hai trung tâm đầu tư mạo hiểm là Boston và Thung lũng Silicon.

Với tình hình kinh tế Việt Nam hiện nay, việc phát triển thị trường vốn mạo hiểm nói chung và các mô hình quỹ đầu tư mạo hiểm nói riêng là rất cần thiết. Để thực hiện sự nghiệp công nghiệp hóa, hiện đại hóa đất nước, nền kinh tế Việt Nam, đặc biệt là khu vực kinh tế tư nhân, cần nguồn vốn rất lớn. Tuy nhiên, cung vốn ở Việt Nam còn rất hạn chế, quy mô thị trường vốn nhỏ so với khu vực. Vì vậy, cung và cầu về vốn mạo hiểm ở Việt Nam còn có sự chênh lệch lớn, đặt ra nhu cầu hình thành và phát triển các quỹ đầu tư mạo hiểm nhằm tạo ra kênh trung chuyển vốn mạo hiểm hiệu quả, phục vụ cho sự phát triển kinh tế đất nước.

2. Sự hỗ trợ của chính phủ các nước đối với các mô hình quỹ đầu tư mạo hiểm

Chính phủ Đài Loan bắt đầu thúc đẩy quỹ đầu tư mạo hiểm từ năm 1983 với mục tiêu chính là tăng cường sự phát triển các ngành công nghệ cao. Năm 1985, Quỹ Phát triển Yuan và Ngân hàng Chiao Tung thành lập chung một quỹ mạo hiểm với khoản vốn ban đầu là 800 triệu Đài tệ. Giai đoạn đầu, Chính phủ tài trợ 2,4 tỷ Đài tệ để thiết lập quỹ hạt giống và chỉ sau 17 năm, các quỹ đã đóng góp thuế cho ngân sách là 6 tỷ Đài tệ và góp phần tạo ra một nền công nghệ cao phát triển mạnh mẽ.

Bên cạnh sự trợ giúp về vốn, Chính phủ Đài Loan còn điều tiết và định hướng đầu tư mạo hiểm. Bộ Tài chính Đài Loan thiết lập Ủy ban Nhà nước quản lý các doanh nghiệp đầu tư vốn mạo hiểm. Ngoài ra, Chính phủ Đài Loan đã hình thành hành lang pháp lý cho hoạt động của các quỹ đầu tư mạo hiểm thông qua việc ban hành những quy định quản lý công ty đầu tư vốn mạo hiểm bao gồm hướng dẫn về thủ tục thành lập, yêu cầu vốn tối thiểu là 200 triệu Đài tệ, lĩnh vực đầu tư, quy mô đầu tư, quản lý và giám sát các doanh nghiệp đầu tư mạo hiểm.

Bộ Tài chính Đài Loan thực hiện các chính sách khuyến khích lĩnh vực đầu tư mạo hiểm như nới lỏng các hạn chế đối với công ty đầu tư mạo hiểm khi thực hiện đầu tư, xóa bỏ thuế tín dụng đầu tư cho các quỹ đầu tư mạo hiểm, giảm 20% thuế thu nhập đối với cá nhân nắm giữ cổ phiếu sang lập doanh nghiệp đầu tư mạo hiểm từ năm 2000.

Tại Hoa Kỳ, Chính phủ đã tạo môi trường khuyến khích phát triển khu vực kinh tế tư nhân - cầu vốn mạo hiểm. Nhìn chung, Luật Phá sản và Luật Bảo vệ sở hữu trí tuệ đã có tác dụng rất lớn. Luật Phá sản đem lại cho những người bị phá sản một cơ hội mới

để khởi động lại và nhanh chóng chuyển các nguồn lực ra khỏi các công ty không có tính cạnh tranh. Ngoài ra, Hoa Kỳ còn thiết lập được một số hệ thống bảo vệ các quyền sở hữu trí tuệ mạnh nhất thế giới. Việc bảo vệ sở hữu trí tuệ có tác động rất lớn trong việc khuyến khích đầu tư vào tài sản vô hình - điển hình cho khu vực công nghệ cao. Nó cũng khuyến khích các cá nhân nghiên cứu sáng tạo và khởi nghiệp vì quyền sở hữu trí tuệ được bảo vệ.

Quốc hội Hoa Kỳ giảm thuế suất thuế thu nhập cá nhân đối với các khoản lãi từ vốn đầu tư (lợi vốn) từ 35% xuống còn 28% trong năm 1978 và 20% vào năm 1980 trong khi thuế suất lợi vốn ở châu Âu lên tới 60%. Điều này đã kích thích các doanh nghiệp tư nhân hoạt động và kiếm lợi nhuận cao. Ngoài ra, Hoa Kỳ quy định, tài sản tích lũy được từ các quyền chọn cổ phiếu chỉ bị đánh thuế lợi vốn khi cổ phiếu được bán ra, trong khi ở Pháp và Đức các quyền chọn bị đánh thuế thu nhập thường xuyên từ khi chúng được cấp ra. Việc đánh thuế đối với quyền chọn cổ phiếu có tác động quan trọng đối với các doanh nghiệp khởi nghiệp do các doanh nghiệp này không có khả năng trả lương cao, thường chào bán các quyền chọn cổ phiếu để thu hút các nhà quản lý giỏi. Nếu đánh thuế lợi vốn ngay khi quyền chọn được cấp ra thì sẽ không hấp dẫn người nắm giữ bởi họ chỉ thu được tiền từ công cụ này sau nhiều năm.

Tại Trung Quốc, Chính phủ đã đưa ra hàng loạt các chính sách nhằm phát triển ngành công nghệ cao: Bổ sung Luật Công ty (năm 1999) nhằm khuyến khích phát triển các công ty trong ngành công nghệ cao; ban hành các chính sách thu hút vốn đầu tư nước ngoài để xây dựng các trung tâm nghiên cứu (năm 2000); hạ mức thuế và đơn giản hóa thủ tục hải quan nhằm ưu đãi các công ty công nghệ (năm 2001). Song song với chiến lược phát

triển công nghệ cao, Chính phủ đã điều chỉnh một số quy định nhằm phát triển quỹ đầu tư mạo hiểm như: Xóa bỏ quy định không cho phép công ty nhận vốn nước ngoài niêm yết nhằm tạo ra kênh thoát vốn cho các quỹ. Chính phủ Trung Quốc còn đưa ra một số quy định nhằm điều tiết hiệu quả đầu tư của các khoản vốn mạo hiểm có yếu tố nước ngoài vào năm 2001. Tuy nhiên, những quy định khá chặt chẽ và không mang tính khuyến khích. Chẳng hạn, quỹ phải được thành lập theo mô hình công ty có vốn đầu tư nước ngoài có tư cách pháp nhân, vốn tối thiểu của doanh nghiệp đầu tư mạo hiểm là 25 triệu USD, trong đó vốn góp tối thiểu của nhà đầu tư nước ngoài là 10 triệu USD, vốn góp vào quỹ phải chỉ rõ nguồn gốc; nhà đầu tư nước ngoài phải có kinh nghiệm quản lý lượng vốn mạo hiểm ít nhất là 100 triệu USD trong vòng 3 năm trước đó; nhà đầu tư trong nước phải có kinh nghiệm quản lý lượng vốn mạo hiểm ít nhất là 100 triệu NDT trong vòng một năm trước đó. Một doanh nghiệp đầu tư mạo hiểm có vốn đầu tư nước ngoài muốn thành lập phải được Bộ Ngoại thương và Hợp tác kinh tế cấp giấy phép sau khi tham khảo ý kiến tư vấn của Bộ Khoa học và Công nghệ.

Sau một thời gian áp dụng, chính sách này bộc lộ những bất cập nên Chính phủ Trung Quốc đã ban hành quy định mới vào năm 2003. Theo đó, một quỹ đầu tư mạo hiểm có vốn nước ngoài có thể có hoặc không có tư cách pháp nhân, nói cách khác là một quỹ có thể được lập dưới dạng hợp đồng hoặc hợp danh hữu hạn, không nhất thiết phải thành lập công ty. Quy định về vốn điều lệ tối thiểu của doanh nghiệp đầu tư mạo hiểm được điều chỉnh xuống còn 10 triệu USD, vốn góp tối thiểu của nhà đầu tư nước ngoài giảm còn 1 triệu USD. Điều này đã thu hút thêm lượng vốn của các nhà đầu tư vừa và nhỏ trong nước. Quy định về công khai nguồn của vốn đầu tư trước đây cũng bị xóa bỏ.

Tuy nhiên một số quy định từ năm 2001 về nhà đầu tư chiến lược vẫn được giữ nguyên: Nhà đầu tư phải thực hiện đầu tư mạo hiểm như là ngành kinh doanh chính, phải thuê 3 chuyên gia trở lên trong lĩnh vực đầu tư mạo hiểm không được rút vốn và chuyển nhượng lãi vốn trong quá trình đầu tư.

Bên cạnh đó, Trung Quốc cũng nới lỏng một số quy định đối với các quỹ đầu tư mạo hiểm: Một công ty được phép đầu tư vào một công ty khác 50% tổng tài sản của công ty nhận đầu tư, còn riêng đối với công ty đầu tư mạo hiểm thì được phép đầu tư tối đa 100% tổng tài sản của công ty nhận đầu tư.

Cùng với xu thế hội nhập, những năm gần đây, Việt Nam đã có khá nhiều chính sách mở để thu hút các nguồn vốn từ nước ngoài. Trước đây khu vực kinh tế tư nhân rất khó có thể tiếp cận các nguồn vốn và thu hút vốn, ngoài ra còn chịu nhiều sức ép rất lớn về vốn để phát triển. Các doanh nghiệp tư nhân muốn vay vốn phải có tài sản thế chấp và chỉ được vay 70% tài sản thế chấp. Nhu cầu vốn để phát triển của khu vực tư nhân rất lớn nhưng do hạn chế nhất định về uy tín, tài chính, nên trong giai đoạn đầu khu vực này khó có tiếp cận được nguồn vốn từ kênh truyền thống. Do đó, vốn đầu tư mạo hiểm là một lựa chọn ưu tiên.

Tại Việt Nam, Luật Đầu tư và Luật Doanh nghiệp có hiệu lực từ ngày 01/7/20016 đã tạo ra một mặt bằng pháp lý chung cho các nhà đầu tư trong và ngoài nước. Các quy định của hai luật này đã minh bạch hơn và tạo sự thông thoáng cho các nhà đầu tư nước ngoài cả về mặt gia nhập thị trường, thủ tục đầu tư, hình thức đầu tư và ưu đãi đầu tư, xử lý tranh chấp...

Bên cạnh đó, những năm gần đây, Đảng và Chính phủ đã có những định hướng, chỉ đạo kịp thời để thúc đẩy khởi nghiệp, đặc biệt là khởi nghiệp sáng tạo như Nghị quyết số 19-2016/CP-NQ

ngày 28/4/2016; Nghị quyết số 35/NQ-CP ngày 16/5/2016; Đề án hỗ trợ hệ sinh thái khởi nghiệp đổi mới sáng tạo quốc gia đến năm 2025, được phê duyệt tại Quyết định số 844/QĐ-TTg ngày 18/5/2016; đặc biệt là Luật Hỗ trợ doanh nghiệp nhỏ và vừa (DNNVV) số 04/2014/QH14 ngày 12/6/2017 đã xác định một số nguyên tắc cơ bản về đầu tư cho doanh nghiệp nhỏ và vừa khởi nghiệp sáng tạo, ưu đãi về thuế thu nhập doanh nghiệp và cơ chế đầu tư vào doanh nghiệp nhỏ và vừa khởi nghiệp sáng tạo có sử dụng ngân sách nhà nước.

3. Bài học kinh nghiệm cho Việt Nam

Hiện tại, số quỹ đầu tư đang hoạt động tại Việt Nam là khoảng 57, với phân loại theo hình thức đầu tư như sau: Đầu tư chủ yếu vào cổ phần tư nhân (3 quỹ); đầu tư công nghệ cao và đầu tư mạo hiểm (4 quỹ Capital, IDGVV- IDG Venture VietNam, VinaCapital, FPT Venture); đầu tư vào bất động sản: 7 quỹ; đầu tư vào cổ phiếu niêm yết, các công ty cổ phần và các khoản đầu tư cơ hội: 43 quỹ. Như vậy, mặc dù khá nhiều quỹ đầu tư đang hoạt động tại Việt Nam nhưng các quỹ mang tính chất đầu tư vốn mạo hiểm chiếm tỷ trọng rất thấp (4/57 quỹ). Trong thời gian tới, để khơi thông dòng vốn đầu tư mạo hiểm vào các doanh nghiệp khởi nghiệp sáng tạo, một số vấn đề cần phải được chú trọng như sau:

(1) *Chính phủ cần tạo môi trường đầu tư thuận lợi hỗ trợ cho sự phát triển hình thức đầu tư vốn mạo hiểm.* Hệ thống pháp luật phải hướng tới mục tiêu: (i) Bảo đảm tính thực thi của hệ thống nhằm bảo vệ tài sản và lợi ích của nhà đầu tư; (ii) Đảm bảo tính rõ ràng, đồng bộ, nhất quán nhằm hạn chế rủi ro do các quy định chồng chéo; (iii) Phù hợp với hệ thống pháp luật quốc tế nhằm tạo cơ hội cho các nhà đầu tư trong nước nhanh chóng hòa nhập

vào môi trường kinh doanh toàn cầu và nhà đầu tư nước ngoài có thể tin tưởng môi trường đầu tư tại Việt Nam hơn; (iv) Từng bước hợp nhất các luật điều chỉnh hoạt động kinh tế nhằm tạo ra môi trường đầu tư bình đẳng cho mọi chủ thể trong nền kinh tế.

(2) *Thực hiện chính sách thuế ưu đãi cho hoạt động đầu tư vốn mạo hiểm.* Hoạt động đầu tư mạo hiểm vào quá trình đổi mới công nghệ thường tiềm ẩn nhiều rủi ro và tỷ lệ thành công ở mức thấp. Chính vì vậy, Chính phủ cần khuyến khích phát triển các hình thức đầu tư vốn mạo hiểm thông qua các chính sách ưu đãi về thuế. Cụ thể là cần có chính sách miễn, giảm thuế đối với phần thu nhập phát sinh khi nhà đầu tư mạo hiểm kết thúc doanh vụ, kể cả các lợi tức phát sinh trong quá trình hoạt động. Chính sách thuế cũng cần ưu đãi đối với phần thu nhập phát sinh của các nhà đầu tư góp vốn vào quỹ, nhằm thu hút các nguồn vốn từ các cá nhân và nhà đầu tư có tổ chức vào hoạt động đầu tư mạo hiểm. Tất cả các chính sách ưu đãi thuế phải dựa vào luật đầu tư mạo hiểm hoặc danh mục các ngành nghề Nhà nước khuyến khích đầu tư mạo hiểm trong các lĩnh vực công nghệ được ưu tiên đầu tư.

(3) *Chính phủ đưa ra các chính sách tín dụng mở nhằm hỗ trợ hoạt động đầu tư mạo hiểm cho các doanh nghiệp đặc biệt là các doanh nghiệp tư nhân.* Việc khuyến khích phát triển các kênh tín dụng hỗ trợ cho hoạt động đầu tư mạo hiểm nhằm gia tăng lượng cung vốn đầu tư mạo hiểm trên thị trường. Khi thực hiện chính sách này, các ngân hàng đầu tư phát triển, quỹ hỗ trợ đầu tư phát triển, quỹ hỗ trợ khoa học - công nghệ... sẽ cho các quỹ đầu tư vốn mạo hiểm (không phân biệt hình thức sở hữu) vay với các mức lãi suất ưu đãi và cơ chế bảo đảm tiền vay linh hoạt.

(4) *Xây dựng nền tảng pháp lý cho hoạt động đầu tư vốn mạo hiểm.* Trước mắt, Chính phủ cần có những quy định cụ thể hướng dẫn hoạt động đầu tư vốn mạo hiểm như phạm vi đầu tư mạo hiểm, các lĩnh vực khuyến khích đầu tư, cơ cấu tài sản đầu tư của các quỹ, quy chế thành lập và hoạt động của quỹ đầu tư mạo hiểm. Trong quá trình thực hiện các quy định trên, Chính phủ xem xét thành lập một ban quản lý hoạt động đầu tư vốn mạo hiểm. Khi hoạt động đầu tư vốn mạo hiểm dần phát triển, cần tiến tới ban hành một luật riêng để điều chỉnh. Theo kinh nghiệm của Trung Quốc, hoạt động đầu tư vốn mạo hiểm được điều chỉnh bằng hai luật riêng cho quỹ đầu tư mạo hiểm nội địa và quỹ đầu tư mạo hiểm nước ngoài. Điều này cũng hợp lý trong giai đoạn chuyển đổi của nền kinh tế đang phát triển nhằm mục đích kiểm soát và thu hút nguồn vốn trong và ngoài nước.

Nguyễn Thị Thùy Minh

Tài liệu tham khảo

1. Lipman, Frederick D (1996), *Venture Capital and Junk Bond Financing*, Philadelphia: American Law Institute.
2. Lerner, Joshua (1996), *Venture Capital and Private Equity: Module 1*, Harvard Business School.
3. Lerner, Joshua (1999), *Venture Capital and Private Equity: Casebook*, New York: John Wiley & Sons.
4. McKinsey and Company (1998), *U.S. Venture Capital Industry Overview and Economics*, www.mckinsey.com.
5. Onorato, Nicole R. (1997) *Trends in Venture Capital Funding in the 1990s*, U.S. Small Business Administration.
6. Price Waterhouse Coopers LLP (2000), *Money Tree US Report Q2 2000 Results*, www.pwcmoneytree.com.
7. Small and Medium Business Administration (2000), *Venture White Paper*, venture.smba.go.kr.
8. Venture Economics (2000), *National Venture Capital Association Yearbook*.