

# Đầu tư mạo hiểm: cơ hội cho phát triển thị trường và doanh nghiệp KH&CN ở Việt Nam

TS NGUYỄN HUY CƯỜNG

Cục Phát triển Thị trường và Doanh nghiệp KH&CN

Các tập đoàn công nghệ tên tuổi như Apple, Google, Microsoft... đều khởi nghiệp từ các nguồn vốn đầu tư mạo hiểm. Thực tế đã chứng minh, nguồn vốn, sự hỗ trợ từ các quỹ đầu tư mạo hiểm là một kênh quan trọng giúp thương mại hóa các kết quả nghiên cứu, từ đó hình thành nên các doanh nghiệp khoa học và công nghệ (KH&CN) - bước khởi đầu của các tập đoàn công nghệ trong tương lai. Đối với một nước còn nghèo như Việt Nam, nguồn vốn này càng trở nên quan trọng, cần được tận dụng tối đa. Bài viết góp phần làm rõ thêm những khái niệm, định nghĩa và bài học kinh nghiệm quốc tế trong lĩnh vực này với mong muốn những ý tưởng công nghệ giàu tiềm năng nhanh chóng được hiện thực hóa ở Việt Nam.

## Thế nào là đầu tư mạo hiểm?

Đầu tư mạo hiểm có thể hiểu là hình thức đầu tư khởi nghiệp và mục đích chủ yếu của đầu tư mạo hiểm là hình thành các doanh nghiệp KH&CN hoặc doanh nghiệp công nghệ (tùy thuộc vào cách định nghĩa của mỗi quốc gia). Theo nghĩa rộng, đầu tư mạo hiểm là đầu tư vốn vào tất cả các hoạt động kinh tế có tính đổi mới sáng tạo. Hoạt động đầu tư này có độ mạo hiểm cao nhưng hàm chứa tiềm năng lớn. Theo nghĩa hẹp, đầu tư mạo hiểm bao gồm những hoạt động đầu tư vào khu vực sản xuất và kinh doanh các sản phẩm có hàm lượng công nghệ cao được phát triển dựa vào công nghệ mới. Hiệp hội đầu tư mạo hiểm Mỹ (NVCA) coi đầu tư mạo hiểm là vốn quyền lợi trong doanh nghiệp do nhà tài chính đầu tư vào doanh nghiệp mới khởi nghiệp, phát triển nhanh, có tiềm năng cạnh tranh lớn.

Như vậy, hiểu một cách đầy đủ

thì đầu tư mạo hiểm là một phương thức đầu tư trong đó nhà đầu tư thực hiện đầu tư vốn vào công ty mới khởi nghiệp (chưa niêm yết trên thị trường chứng khoán), nhưng có tiềm năng trưởng thành vượt bậc trên cơ sở chấp nhận rủi ro lớn, sau một khoảng thời gian nhất định thông qua các phương thức khác nhau như: niêm yết trên thị trường chứng khoán, hợp nhất hoặc chuyển nhượng quyền cổ phần để rút vốn, hoàn vốn đầu tư ban đầu với lợi nhuận cao hơn nhiều so với đầu tư ban đầu.

Về lý thuyết, các nghiên cứu đều thống nhất đầu tư mạo hiểm liên quan đến 6 yếu tố chính sau:

*Vốn đầu tư mạo hiểm:* trong trường nói chung, thị trường KH&CN nói riêng, vốn đầu tư mạo hiểm luôn có vai trò quan trọng đối với khởi nghiệp. Nguồn vốn này được cấp bởi các nhà đầu tư chuyên nghiệp đầu tư vào công ty khởi nghiệp và có tiềm năng tăng trưởng lớn như facebook, twitter,

amazon... ở Mỹ hay Séc bay, Masan... ở Việt Nam. Như vậy, để có nguồn vốn khởi nghiệp trong một thời gian ngắn mà không cơ cấu được vốn từ các kênh truyền thống thì dòng vốn mạo hiểm sẽ được lựa chọn để đưa vào doanh nghiệp bằng các phương thức khác nhau.

*Nhà đầu tư mạo hiểm:* là thực thể trực tiếp tham gia trong quá trình đầu tư mạo hiểm, bao gồm: nhà đầu tư mạo hiểm cá nhân, công ty đầu tư mạo hiểm, công ty đầu tư phụ thuộc (các chi nhánh) của doanh nghiệp và nhà đầu tư thiên thần (*Angel investor*). Trong đó, nhà đầu tư thiên thần thường là bạn bè thân thích hoặc bạn hàng thương mại chiến lược của doanh nghiệp khởi nghiệp. Việc đầu tư của họ đa số là bắt đầu từ sự tín nhiệm, đánh giá cao chiến lược phát triển của nhà doanh nghiệp khởi nghiệp hoặc vì các yếu tố cảm tình khác làm tác động lớn đến quyết định đầu tư và mức đầu tư vào khởi nghiệp doanh nghiệp



KH&CN. Ý định đầu tư của họ được thiết lập trên kinh nghiệm thực tế phong phú của bản thân, do đó có sự phán đoán chính xác và thận trọng trong quá trình xác định đầu tư. Tại Việt Nam, vai trò của nhà đầu tư thiên thần được cho là khá phù hợp với các doanh nghiệp công nghệ khởi nghiệp từ các viện, trường với các ý tưởng sáng tạo mới để khởi nghiệp.

**Hình thức doanh nghiệp đầu tư mạo hiểm:** hình thức phổ biến nhất hiện nay là hoạt động thông qua Quỹ đầu tư mạo hiểm. Quỹ này thường là mô hình hợp tác hữu hạn, tồn tại trong những khoảng thời gian nhất định vì những mục tiêu nhất định. Loại hình công ty đầu tư thuộc doanh nghiệp thường là các công ty con thuộc các công ty mẹ, đóng vai trò đại diện cho lợi ích của công ty mẹ trong quá trình thực hiện đầu tư mạo hiểm.

Về cơ bản, mục đích đầu tư của nhà đầu tư mạo hiểm không phải là để kiểm soát cổ phiếu, quyền sở hữu hoặc là kinh doanh doanh nghiệp mà là thông qua đầu tư và cung cấp dịch vụ giá trị gia tăng để làm doanh nghiệp được đầu tư lớn mạnh nhanh

chóng, sau đó thông qua niêm yết trên thị trường chứng khoán hoặc sáp nhập hoặc sử dụng các phương thức khác để rút vốn đầu tư ban đầu với lợi nhuận cao.

Vốn mạo hiểm từ khi bắt đầu được đầu tư vào doanh nghiệp đến khi rút vốn ra là thời gian đầu tư của đầu tư mạo hiểm và thời hạn đầu tư mạo hiểm thường tương đối dài, do vậy các nhà đầu tư mạo hiểm và doanh nghiệp được đầu tư phải hợp tác chặt chẽ, cùng nhau sử dụng tri thức và công nghệ mới làm cho doanh nghiệp mạo hiểm phát triển theo định hướng đã được xác định.

**Đối tượng của đầu tư mạo hiểm:** trên thế giới, vốn đầu tư mạo hiểm đa số đầu tư vào các lĩnh vực công nghệ cao như: phần mềm công nghệ thông tin, chăm sóc sức khỏe, y tế và công nghệ sinh học. Tuy nhiên, tại các quốc gia khác nhau vào những thời điểm khác nhau, lĩnh vực chủ yếu của đầu tư mạo hiểm cũng khác nhau, nhưng đều tập trung vào công nghệ cao. Tại Việt Nam, các lĩnh vực đã được định hướng là: công nghiệp phần mềm và nội dung số, công nghệ sinh học trong nông nghiệp, tự động hóa,

cơ khí...

**Phương thức đầu tư mạo hiểm:** có 3 loại là đầu tư trực tiếp; cung cấp vốn vay hoặc đảm bảo cho vay và cùng sử dụng đồng thời 2 phương thức. Dù sử dụng phương thức đầu tư nào thì các nhà đầu tư mạo hiểm vẫn phải bổ sung cung cấp các dịch vụ giá trị gia tăng. Có 2 cách thực hiện đầu tư mạo hiểm: một là đi vào lần lượt, hai là đi vào 1 lần. Trong đó, hình thức đi vào lần lượt là hình thức đầu tư mạo hiểm thường gặp nhất hiện nay.

**Quá trình thực hiện đầu tư mạo hiểm:** cũng có thể nói đầu tư mạo hiểm gồm 3 thành phần: nhà cung cấp vốn mạo hiểm, cơ quan đầu tư mạo hiểm và doanh nghiệp nhận đầu tư mạo hiểm. Cơ quan đầu tư mạo hiểm là trung tâm của chu trình đầu tư mạo hiểm. Vốn từ nhà đầu tư mạo hiểm chảy vào cơ quan đầu tư mạo hiểm, sau quá trình sàng lọc, đánh giá, ra quyết sách của nhà đầu tư mạo hiểm sẽ được rót vào các doanh nghiệp mạo hiểm và các nhà đầu tư sẽ nhận được thu nhập phần hồi, tạo thành vòng tuần hoàn vốn. Kinh nghiệm quốc tế đã cho thấy, mô hình các tổ chức hợp tác hữu hạn là phù hợp với các cơ quan đầu tư mạo hiểm, chiếm trên 80% số cơ quan đầu tư mạo hiểm ở Mỹ.

Trong 3 chủ thể liên quan đến đầu tư mạo hiểm thì cơ quan đầu tư mạo hiểm chiếm vị trí trung tâm. Trong hoạt động đầu tư mạo hiểm, nó có tác động quan trọng: thiết lập cơ cấu nguồn vốn phối hợp với đặc điểm kinh doanh tài sản của doanh nghiệp công nghệ cao; thông qua hoạt động của bản thân tham gia vào hoạt động quản lý kinh doanh của doanh nghiệp khởi nghiệp, thúc đẩy dự án cung cấp thu nhập tương đối cao nhằm tăng tỷ lệ thu hồi vốn

của dự án đầu tư mạo hiểm.

### Các giai đoạn phát triển đối với doanh nghiệp từ hoạt động đầu tư mạo hiểm

#### **Đầu tư mạo hiểm đối với doanh nghiệp khởi nghiệp**

Theo định nghĩa về đầu tư mạo hiểm của NVCA, sự phát triển của các doanh nghiệp khởi nghiệp có thể chia thành 5 giai đoạn, đó là:

**Thời kỳ gieo hạt (Seed Financing):** thời kỳ này thường là các nhà đầu tư thiên thần, với sự thành đạt trong sự nghiệp, có nguồn tài chính dồi dào, kinh nghiệm quản lý kinh doanh phong phú, có hy vọng vào lớp trẻ triển vọng có cùng chung ý tưởng và mong muốn thông qua lớp trẻ tiếp tục thực hiện giấc mơ, ý tưởng của mình. Vốn gieo hạt chủ yếu sử dụng để hỗ trợ nhà doanh nghiệp nghiên cứu tạo ra ý tưởng mới, soạn thảo kế hoạch kinh doanh, xây dựng đội ngũ quản lý, tiến hành nghiên cứu điều tra thị trường... Đối với doanh nghiệp mạo hiểm, việc nhận vốn gieo hạt có thể đồng nghĩa với việc phải mất đi một phần quyền sở hữu doanh nghiệp sau này. Do vậy, nếu muốn kiểm soát công ty nhiều hơn thì khi tranh thủ được vốn gieo hạt phải nhanh chóng phát triển doanh nghiệp trong một thời gian nhất định. Các nhà đầu tư mạo hiểm yêu thích đầu tư gieo hạt (ưu tiên sử dụng vốn gieo hạt) không chỉ mang lại cho doanh nghiệp vốn mà còn cả kinh nghiệm thực tiễn. Họ có thể dự đoán được nhiều vấn đề mà doanh nghiệp sẽ gặp phải, giúp doanh nghiệp phát triển thuận lợi, từng bước hướng đến trưởng thành. Các số liệu thống kê cho thấy, việc đưa vốn gieo hạt vào đầu tư mạo hiểm chiếm khoảng



Bóng đèn led siêu tiết kiệm điện của tác giả Trần Văn Tín được công ty TNHH Vạn Mỹ Phú hợp tác, đầu tư

5% thị phần của lĩnh vực đầu tư mạo hiểm.

**Thời kỳ khởi nghiệp (Start-up):** khi bước vào giai đoạn này, doanh nghiệp khởi nghiệp thường mới chỉ có được bản kế hoạch kinh doanh (*Business Plan*) khá sơ lược, là một kế hoạch về sản phẩm ở giai đoạn sơ cấp, với đội ngũ quản lý chưa hoàn chỉnh và nhất là không có bất kỳ thu nhập nào ở giai đoạn này. Giai đoạn khởi nghiệp thường kéo dài khoảng 1 năm. Cho đến cuối giai đoạn này, doanh nghiệp khởi nghiệp đã xây dựng nên một kế hoạch kinh doanh cụ thể với đội ngũ quản lý cũng được phát triển khá đầy đủ.

**Thời kỳ phát triển (Development):** sản phẩm hoặc dịch vụ của doanh nghiệp bước vào giai đoạn phát triển và có số lượng khách hàng hữu hạn sử dụng thử, do vậy chi phí kinh doanh sẽ tăng lên, nhưng vẫn chưa có thu nhập thông qua bán hàng. Đến cuối giai đoạn này, doanh nghiệp phải hoàn thành việc định hình sản phẩm, đồng thời phải thực hiện kế hoạch khai

thác thị trường cho sản phẩm, giai đoạn này được ví như giai đoạn tiến hành các thí nghiệm lâm sàng trên cơ thể sống của một loại thuốc mới.

**Thời kỳ mở rộng (Expansion):** doanh nghiệp khởi nghiệp bắt đầu bán sản phẩm và cung ứng dịch vụ ra thị trường nhưng chi phí vẫn lớn hơn thu nhập. Sau khi giai đoạn bán thử gặt hái thành công bước đầu, doanh nghiệp sẽ phải tiếp tục chuyển sang giai đoạn đầu tư để nâng cao năng lực sản xuất và bán hàng. Trong giai đoạn này, các sản phẩm và dịch vụ của doanh nghiệp đã có căn cứ chắc chắn thành công. Doanh nghiệp có thể mở rộng dây chuyền sản xuất, đẩy nhanh khai thác thị trường cũng như năng lực sản xuất, dịch vụ của mình. Tài chính của giai đoạn này được quan niệm là vốn “đệm” (Mezzanine - cầu nối), vốn khai triển trước khi niêm yết công khai lên thị trường chứng khoán. Sau khi niêm yết công khai, nhà đầu tư mạo hiểm phải hoàn thành sứ mạng của mình là rút vốn ra khỏi doanh nghiệp. Do đó, đầu

tư trong giai đoạn cầu nối cần đạt được mục tiêu “vào nhanh, ra nhanh”.

*Thời kỳ sinh lời (Profitable):* giai đoạn này, thu nhập bán hàng của doanh nghiệp khởi nghiệp là cao so với chi phí, nhà đầu tư mạo hiểm bắt đầu xem xét việc rút vốn. Một trong những phương pháp tốt nhất để tập trung rút vốn trong giai đoạn này là thông qua niêm yết trên thị trường cổ phiếu. Vốn thu được khi niêm yết thành công, một mặt làm tăng thêm hiệu ứng để phát triển doanh nghiệp, mở rộng phạm vi và quy mô vận hành, mặt khác cũng tạo điều kiện cho việc rút vốn của nhà đầu tư mạo hiểm. Nhà đầu tư mạo hiểm thường rút vốn thông qua niêm yết công khai, nhưng cũng có khi thông qua phương thức hợp nhất để rút vốn.

Tuy nhiên, cũng có quan điểm cho rằng chỉ có 3 giai đoạn 2, 3, 4 mà không tính giai đoạn 1 và 5 (giai đoạn “gieo hạt” và “sinh lời”). Thống kê của NVCA cho thấy, thời kỳ 1992-1996, đầu tư mạo hiểm chủ yếu tập trung vào doanh nghiệp đổi mới ở giai đoạn “phát triển” và giai đoạn “mở rộng” (ước tính có 80% vốn đầu tư mạo hiểm rót vào 2 giai đoạn này), chỉ có khoảng 4% rót vào giai đoạn “khởi nghiệp” và khoảng 14% đầu tư vào giai đoạn “sinh lời”.

#### **Đầu tư mạo hiểm đối với doanh nghiệp trưởng thành**

Ngoài đầu tư vào doanh nghiệp khởi nghiệp, nhà đầu tư mạo hiểm cũng thường xuyên cung cấp vốn cho doanh nghiệp trưởng thành đang ở ranh giới của sự phá sản, cần phải tái cấu trúc và chuyển hướng (turnaround). Đầu tư mạo hiểm dạng này thường được tiến hành theo 2 cách là: hợp nhất doanh nghiệp (Consolidation), hoặc tiếp thu tác dụng đòn bẩy

(Leverage Buyout - LBO). Theo cách thứ nhất, đầu tư mạo hiểm thực hiện qua mua doanh nghiệp hiện đang tồn tại có tiềm lực để hợp nhất thành doanh nghiệp có quy mô lớn, sau đó công khai niêm yết lên thị trường chứng khoán để đạt được mục đích tăng trưởng. Theo cách thứ hai, tiếp thu tác dụng đòn bẩy (LBO) do sử dụng tài sản của doanh nghiệp mạo hiểm để tiến hành bảo lãnh vay vốn mua doanh nghiệp sẵn có hoặc dây chuyền sản xuất của nó. Mức độ mạo hiểm của đầu tư này lớn, rất ít nhà đầu tư mạo hiểm quan tâm loại hình này.

#### **Hoạt động đầu tư mạo hiểm ở Việt Nam: cơ hội cho thị trường và doanh nghiệp KH&CN**

Theo số liệu của Dynasty Investment đã công bố, ở Việt Nam có một số quỹ đầu tư mạo hiểm quốc tế đang hoạt động khá hiệu quả, đó là: Mekong Capital có 3 quỹ tổng trị giá 181 triệu USD, VinaCapital có 232 triệu USD đầu tư mạo hiểm, IDG Ventures hiện có 3 quỹ trị giá 500 triệu USD, BankInvest có 1 quỹ tập trung vào thị trường mới nổi trị giá 100 triệu USD, Công ty quản lý quỹ Prudential đã đầu tư 130 triệu USD vào các công ty tư nhân, BVIM (liên doanh giữa Ngân hàng BIDV và Vietnam Partners LLC) có 1 quỹ trị giá 95 triệu USD; VietFund Management, Deutsche Asset Management, Management Vietcombank Fund với lần lượt 22, 45 và 42 triệu USD. Cho đến nay, các quỹ này đầu tư khoảng 1,1 tỷ USD vào các công ty tư nhân, bên cạnh đó còn có những khoản đầu tư chưa được tiết lộ khác. Do đó, có thể dự đoán ở Việt Nam có khoảng 1,5 đến 2 tỷ USD đã và đang đầu tư vào lĩnh vực đầu tư mạo hiểm, gấp khoảng 3 lần

ngân sách quốc gia chi thường xuyên cho KH&CN và một phần quan trọng của dòng vốn đầu tư này là cho các doanh nghiệp khởi nghiệp với chu kỳ 2-7 năm.

Như vậy, các thương vụ đầu tư mạo hiểm tại Việt Nam đang diễn ra khá sôi động, thị trường cho lĩnh vực này rất rộng lớn và đa dạng ở nhiều ngành và lĩnh vực khác nhau, trong đó lĩnh vực đầu tư khởi nghiệp doanh nghiệp mạo hiểm (doanh nghiệp KH&CN) đã có những thành công bước đầu. Trong giai đoạn hiện nay, với chủ trương và chính sách của Đảng và Nhà nước về chuyển đổi mô hình tăng trưởng nền kinh tế, cấu trúc lại mô hình phát triển doanh nghiệp nhà nước đã được ban hành, trong đó việc đánh giá đúng vai trò, vị trí của các doanh nghiệp thuộc các thành phần kinh tế ngoài nhà nước sẽ là bước đi quan trọng của đầu tư mạo hiểm, nhất là với cách tiếp cận phát triển dựa trên yếu tố KH&CN đối với doanh nghiệp. Như vậy, phải xây dựng bổ sung và ban hành các cơ chế chính sách về đầu tư mạo hiểm đối với dự án KH&CN, trong đó lấy doanh nghiệp đổi mới sáng tạo, khởi nghiệp làm trung tâm, phải hình thành được nguồn vốn mạo hiểm từ các thành phần kinh tế trong xã hội từ trung ương đến địa phương. Một trong những vấn đề quan trọng là cần tăng cường hoạt động truyền thông để tạo ra hiệu ứng lan tỏa và sự đồng thuận về đầu tư mạo hiểm cho các ý tưởng mới, cho khởi nghiệp từ các sản phẩm mới, quy trình mới, dịch vụ mới với mục tiêu tăng nhanh về số lượng, nâng cao về chất lượng và hiệu quả từ các doanh nghiệp KH&CN của Việt Nam, hướng tới hình thành các tập đoàn công nghệ, những doanh nhân công nghệ của Việt Nam trong thời kỳ mới ■