

Quy định pháp lý cho nhà đầu tư thiên thần

Phan Hoàng Lan, Từ Minh Hiệu

Cục Phát triển thị trường và Doanh nghiệp KH&CN

Bộ KH&CN

Trong các loại hình đầu tư cho khởi nghiệp đổi mới sáng tạo (ĐMST), bên cạnh các công ty, quỹ đầu tư mạo hiểm, trên thế giới còn có một loại hình rất phổ biến là các nhà đầu tư thiên thần. Đây là nguồn tài chính vô cùng quan trọng đối với các doanh nghiệp khởi nghiệp (startup), giúp họ vượt qua những khó khăn ban đầu để thu hút vốn tiếp theo từ các tổ chức khác. Đây cũng là kênh cung cấp không chỉ tài chính mà còn cả kiến thức, kinh nghiệm quản trị, phát triển doanh nghiệp. Vậy nhà đầu tư thiên thần là ai, họ đóng vai trò gì trong việc phát triển các startup, và họ cần khung pháp lý như thế nào để phát triển? Bài báo sẽ góp phần trả lời các câu hỏi này.

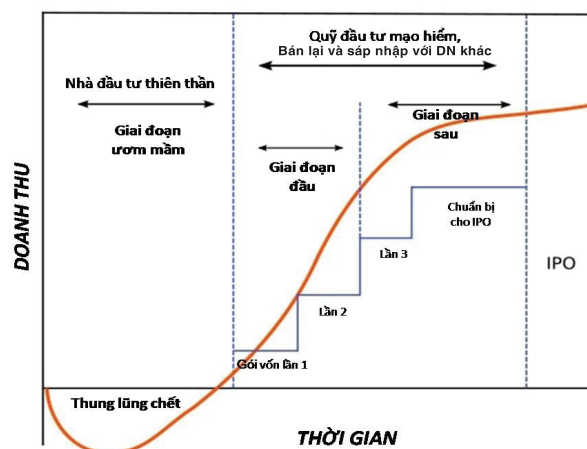
Nhà đầu tư thiên thần là ai?

Cụm từ “thiên thần” (angel) xuất phát từ những nhà sản xuất kịch ở Broadway (Mỹ) để nói về những người giàu có ủng hộ tiền cho việc sản xuất các vở kịch. Sau đó, cụm từ “nhà đầu tư thiên thần” (angel investor) được nhắc đến lần đầu tiên vào năm 1978 bởi giáo sư William Wetzel (Đại học New Hampshire, Mỹ) khi ông nghiên cứu về cách thức các doanh nghiệp khởi nghiệp thu hút vốn đầu tư. Ông cũng là sáng lập viên của Trung tâm Nghiên cứu về đầu tư mạo hiểm của Đại học này¹.

Một cách ngắn gọn, nhà đầu tư thiên thần là những người giàu có đầu tư cho các doanh nghiệp khởi nghiệp trong giai đoạn ban đầu lập nghiệp để đổi lại bằng vốn sở hữu hoặc khoản vay có thể chuyển đổi. Có những nhà đầu tư thiên thần hoạt động riêng lẻ, nhưng cũng có nhiều nhà đầu tư thiên thần đầu tư theo nhóm, câu lạc bộ, mạng lưới nhà đầu tư hoặc thông qua các kênh trung gian gọi vốn cộng đồng trên mạng (online crowdfunding) để có thể chia sẻ được kinh nghiệm, nghiên cứu về đầu tư, đồng thời cùng nhau đưa ra các góp ý để hỗ trợ phát triển các doanh nghiệp khởi nghiệp. Đây thường là những người đã từng làm doanh nhân, nhà quản lý, nhiều người đã về hưu và họ thường không chỉ đầu tư vì mục đích lợi nhuận mà còn mong muốn được

truyền đạt lại kinh nghiệm của mình để phát triển thể hệ doanh nhân kế cận, đồng thời cập nhật về các xu hướng mới trên thị trường.

Họ làm gì?



Hình 1. Các giai đoạn khởi nghiệp phân loại theo nhu cầu vốn (nguồn: <https://startupxplore.com/en/blog/types-startup-investing/>).

Nhìn chung, sự phát triển của một startup sẽ trải qua các giai đoạn sau: Ươm mầm (seed stage), phát triển ban đầu (early stage), phát triển sau (later stage) và thoái vốn (thông qua IPO hoặc M&A)².

¹<http://www.investopedia.com/terms/a/angelinvestor.asp>.

²IPO (Initial Public Offerings): Phát hành cổ phiếu ra công chúng lần đầu; M&A (Mergers and Acquisitions): Mua bán và sáp nhập.

Mỗi giai đoạn này lại gắn với một nhu cầu tài chính khác nhau và sẽ được các tổ chức, cá nhân khác nhau đầu tư. Nếu các quỹ đầu tư mạo hiểm hầu hết chỉ đến với các doanh nghiệp trong giai đoạn đầu và giai đoạn sau, khi doanh nghiệp đã chứng minh được thị trường phù hợp thì nhà đầu tư thiên thần lại là đối tượng duy nhất các startup có thể tìm đến khi họ đang ở những bước “chập chững” ban đầu, nơi mà họ phải tìm hiểu thị trường, làm sản phẩm mẫu và lặp đi lặp lại các cuộc thử nghiệm, tốn kém công sức và tiền của. Ở đây rủi ro cao đến mức hầu hết các startup không vượt qua được giai đoạn này, giai đoạn được gọi bằng cái tên “thung lũng chết”.

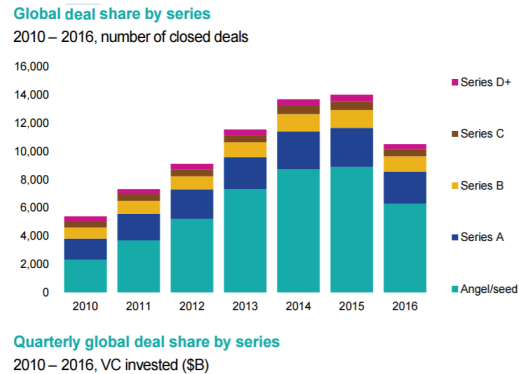
Có thể nói, vai trò của các nhà đầu tư thiên thần ở giai đoạn này là vô cùng quan trọng. Họ không chỉ cung cấp cho startup nguồn vốn cần có, mà còn cung cấp các kinh nghiệm kinh doanh của mình, giới thiệu startup cho mạng lưới những người quen biết, nguồn lực của mình trong giới kinh doanh để startup có thể sống sót và phát triển qua giai đoạn khó khăn nhất này. Về mặt mức độ đầu tư, các khoản đầu tư thiên thần thường ở quy mô nhỏ hơn nhiều so với các khoản đầu tư từ các quỹ đầu tư mạo hiểm. Trong giai đoạn 2010-2016 trên quy mô toàn thế giới, trung bình một khoản đầu tư thiên thần/đầu tư giai đoạn ươm mầm có giá trị khoảng 800 ngàn USD, trong khi đó một khoản đầu tư từ quỹ đầu tư mạo hiểm ở giai đoạn đầu vào khoảng 4,6 triệu USD và ở giai đoạn sau vào khoảng 10 triệu USD³. Tuy nhiên, nếu nói về mặt số lượng, các nhà đầu tư thiên thần đầu tư vào nhiều startup hơn tất cả các loại hình đầu tư mạo hiểm khác⁴. Năm 2016, trong tổng số hơn 10.000 thương vụ đầu tư mạo hiểm trên toàn thế giới có đến hơn 6.000 thương vụ là của nhà đầu tư thiên thần ở giai đoạn ươm mầm⁵.

³<https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/xx/pdf/2017/01/venture-pulse-q4-2016-report.pdf>.

⁴J. Freear, J.E. Sohl and W.E. Wetzel (1992), “The truth about angels more than a myth”, *Working Paper*, Center for Venture Research, University of New Hampshire.

⁵<https://home.kpmg.com/xx/en/home/insights/2015/10/venture-pulse.html>.

Early-stages have declined the most



Hình 2. Trong giai đoạn 2010-2016, số lượng các khoản đầu tư thiên thần ở giai đoạn ươm mầm chiếm đa số (nguồn: <https://home.kpmg.com/xx/en/home/insights/2015/10/venture-pulse.html>).

Họ yêu cầu khung pháp lý như thế nào?

Do tính chất rủi ro cao nhưng lại hết sức cần thiết cho sự phát triển của khởi nghiệp ĐMST, hầu hết các nước phát triển trên thế giới đều xây dựng hệ thống pháp lý để bảo vệ nhà đầu tư thiên thần, giúp họ giảm thiểu những rủi ro không đáng có. Cụ thể như, khái niệm về nhà đầu tư thiên thần hay nhà đầu tư được xác thực (accredited investor) đã được quy định cụ thể tại nhiều quốc gia. Tại Mỹ, nhà đầu tư được xác thực là những cá nhân có trên 1 triệu USD trong tài khoản, không bao gồm nhà ở hiện tại, có thu nhập hàng năm từ 200 nghìn USD trở lên. Tại Singapore, mới đây, các nhà đầu tư được xác thực được quy định là cá nhân có trên 2 triệu SGD và có thu nhập trên 300 nghìn SGD hàng năm. Tất cả những quy định này giúp khẳng định rằng, những người tham gia đầu tư vào startup là những cá nhân có khả năng kiếm tiền, có kiến thức và kinh nghiệm trong việc kinh doanh, phát triển doanh nghiệp, đầu tư, có lượng tài sản và tiền mặt đủ bảo đảm cho quá trình đầu tư của mình. Đồng thời, cũng đảm bảo rằng việc đầu tư của các cá nhân này cho startup (kể cả khi thất bại) cũng không ảnh hưởng tới nhu cầu cơ bản trong cuộc sống của họ.

Bên cạnh đó, nhiều nước có chính sách ưu đãi dành cho các cá nhân đầu tư cho startup nhằm thu hút họ tham gia và làm sôi động thị trường đầu tư cho startup. Điển hình là quy định về Thuế trên thặng dư (Capital Gains Tax) được đưa vào các luật hiện

hành một cách rộng rãi ở hầu hết các nước phát triển như Mỹ, Anh, Đức, Pháp... Trong các chính sách ưu đãi, ưu đãi giảm thuế thu nhập cá nhân là một trong những biện pháp phổ biến nhất để khuyến khích cá nhân đầu tư cho startup. Ưu đãi này thường được thể hiện dưới dạng: Nếu cá nhân đầu tư một khoản tiền nhất định cho startup, sẽ được hưởng phần khấu trừ thuế thu nhập cá nhân tương đương một tỷ lệ % nhất định của khoản đầu tư này. Con số cụ thể rất đa dạng. Ví dụ như tại Mỹ, tùy theo chiến lược phát triển và quy định tại mỗi bang, con số này dao động từ 20 đến 100%. Số tiền khấu trừ cũng có thể được giữ lại nếu chưa dùng hết và tiếp tục được khấu trừ trong các năm tiếp theo. Số tiền khấu trừ này thậm chí có thể được quy ra tiền mặt để trả lại nhà đầu tư nếu thu nhập của họ chưa vượt quá con số đó. Số tiền tối đa được khấu trừ cũng thường được quy định cụ thể tại từng bang (có thể từ vài chục ngàn USD tới vài triệu USD). Để khuyến khích nhà đầu tư giữ vốn trong startup, một số nước có quy định về thời điểm được khấu trừ thuế (ví dụ tại Malaysia, nhà đầu tư sẽ được khấu trừ thuế vào năm thứ 3, tính từ thời điểm bắt đầu đầu tư vào startup).

Ngoài việc giảm thuế với mục đích làm tăng thu nhập của nhà đầu tư, một số nước có hình thức nhà nước đối ứng với nhà đầu tư thiên thần nhằm giảm tỷ lệ rủi ro của nhà đầu tư, đồng thời tăng nguồn vốn mạo hiểm cho các startup ở giai đoạn đầu. Ví dụ, Quỹ đầu tư Thiên thần châu Âu (European Angels Fund)⁶ có 320 triệu EUR để đối ứng đầu tư với các câu lạc bộ đầu tư thiên thần tại châu Âu, Singapore cũng có chính sách tương tự khi nhà nước sẵn sàng đối ứng 1:1 với các nhà đầu tư thiên thần để đầu tư cho startup, khoản đầu tư lên tới 1,5 triệu SGD⁷.

Một số quốc gia còn có các chính sách nhằm phát triển hoạt động đầu tư thiên thần như hỗ trợ thành lập, đào tạo, tổ chức sự kiện chia sẻ kinh nghiệm của các mạng lưới, câu lạc bộ đầu tư thiên thần⁸. Ví dụ, Chính phủ Canada thường xuyên hỗ trợ việc tập huấn, nâng cao kỹ năng và thông tin cho các nhà đầu tư thiên thần⁹. Ngoài ra, Chính phủ cũng tạo điều kiện phát triển các kênh trung gian gọi vốn cộng đồng để nhà đầu tư thiên thần có thể tiếp cận

nguồn thông tin khởi nghiệp một cách nhanh chóng, rõ ràng, minh bạch hơn. Năm 2012, Hoa Kỳ ban hành đạo luật JOBS Act, trong đó quy định cụ thể hoạt động của hệ thống gọi vốn cộng đồng thông qua cổ phần (equity-based crowdfunding) với các điều kiện “nhẹ nhàng” hơn nhiều so với các sàn giao dịch chứng khoán thông thường, để phù hợp với tính chất của việc đầu tư mạo hiểm. Hiện nay, hoạt động gọi vốn cộng đồng đã và đang diễn ra hết sức sôi nổi ở các nước trên thế giới, giúp cho các nhà đầu tư cá nhân có một sân chơi không biên giới, có thể tiếp cận các dự án, doanh nghiệp khởi nghiệp nhanh chóng và thuận tiện nhất.

Một số đề xuất xây dựng khung pháp lý cho nhà đầu tư thiên thần ở Việt Nam

Mặc dù đã có chủ trương của Đảng và định hướng của Chính phủ về khuyến khích phát triển doanh nghiệp khởi nghiệp ĐMST, nhưng cho đến nay, ở nước ta vẫn chưa có hành lang pháp lý thuận lợi cũng như những chính sách đặc thù dành cho các nhà đầu tư cho doanh nghiệp khởi nghiệp ĐMST.

Hiện tại, Dự thảo Nghị định hướng dẫn thành lập, tổ chức quản lý và hoạt động của quỹ đầu tư khởi nghiệp sáng tạo tại Việt Nam để hướng dẫn thực hiện một số điều của Luật Hỗ trợ doanh nghiệp nhỏ và vừa (do Bộ Kế hoạch và Đầu tư soạn thảo) có một số quy định liên quan tới nhà đầu tư cho khởi nghiệp ĐMST. Cụ thể như sau, tại Điều 3 “Điều kiện tài chính đối với nhà đầu tư khởi nghiệp sáng tạo” quy định:

1. Nhà đầu tư cá nhân sau đây được coi là đủ điều kiện về tài chính để đầu tư cho khởi nghiệp sáng tạo:

a) Có thu nhập bình quân trong 2 năm gần nhất năm nộp hồ sơ tối thiểu là 100 triệu đồng, hoặc

b) Có tổng tài sản (bao gồm cả tài sản của vợ/chồng), trừ đi các khoản nợ của cá nhân nhà đầu tư và khoản nợ của vợ/chồng, kê khai theo Thông tư 08/2013/TT-TTCP ngày 31/10/2013 ít nhất 500 triệu đồng.

2. Nhà đầu tư là tổ chức thì có tổng tài sản tối thiểu là 2 tỷ đồng.

Đây là nội dung mới, có phần tiếp thu kinh nghiệm về quy định pháp lý của các nước về đầu tư thiên thần. Tuy nhiên, quy định này còn sơ sài, chưa xác định được nguyên tắc đăng ký của nhà đầu tư cá

⁶http://www.eif.org/what_we_do/equity/eaf/.

⁷<https://www.guidemesingapore.com/doing-business/finances/singapore-government-schemes-for-startups>.

⁸OECD (1996), Venture capital and innovation, Paris: OECD Publishing.

⁹<http://www.angelinvestorsontario.ca/angel-investing/government-programs>.

nhân (tự xác định và có hậu kiểm, như kinh nghiệm các nước về nhà đầu tư được xác thực, hay nhà đầu tư phải đăng ký với cơ quan cụ thể nào?), số tiền thu nhập không quy định cụ thể là theo tháng hay theo năm? Tổng tài sản có bao gồm tài sản đất đai, nhà cửa hay không? Đối tượng doanh nghiệp khởi nghiệp sáng tạo có cần phải xác nhận hay không? Nếu không, dựa vào đâu để các nhà quản lý có thể hậu kiểm? Và việc nhà đầu tư cá nhân không đáp ứng các điều kiện tài chính thì bị xử phạt như thế nào cũng chưa được làm rõ tại dự thảo Nghị định. Ngoài ra, vẫn còn chưa có các quy định về hỗ trợ phát triển loại hình đầu tư này.



Các nhà đầu tư tìm kiếm cơ hội đầu tư tại Techfest Vietnam 2016 (nguồn: Tạp chí KH&CN Việt Nam).

Như vậy, muốn hỗ trợ hay phát triển một loại hình nhà đầu tư đặc thù cho khởi nghiệp ĐMST như nhà đầu tư thiên thần, trước hết cần làm rõ khái niệm về nhà đầu tư thiên thần tại Việt Nam, thu thập ý kiến cũng như khảo sát nhu cầu thực tế của họ. Do vậy, cần có những nghiên cứu sâu hơn, nhằm hiểu rõ liệu có cần quy định điều kiện “cứng” về thu nhập hay không khi việc kiểm soát mức thu nhập của người dân tại Việt Nam còn chưa thực sự chặt chẽ, đặc biệt có những khoản thu nhập ngoài lương khó kiểm soát¹⁰. Việc quy định điều kiện “cứng” có thể sẽ gây “phản tác dụng”, giảm hoạt động đầu tư thiên thần, hiện vẫn đang là quá ít tại Việt Nam, đồng thời làm các nhà đầu tư thiên thần “e ngại”, ít lộ diện hơn, khiến khả năng tiếp cận của startup với các nhà đầu tư này thấp đi. Tác giả đề xuất rằng, dự thảo Nghị định chỉ nên quy định về điều kiện đối với nhà đầu



Nhiều buổi tọa đàm, hội thảo đã được Bộ Khoa học và Công nghệ tổ chức nhằm xây dựng một chính sách phù hợp, khuyến khích phát triển khởi nghiệp ĐMST tại Việt Nam (nguồn: Tạp chí KH&CN Việt Nam).

tư thiên thần trong những trường hợp đặc biệt, khi mà các nhà đầu tư đó được thụ hưởng những ưu đãi của Nhà nước như hỗ trợ, ưu đãi về thuế, đối ứng đầu tư...

Theo chúng tôi, với tình hình phát triển sơ khai của hệ sinh thái khởi nghiệp ĐMST tại Việt Nam hiện nay, vấn đề cần thiết nhất là nên khuyến khích, hỗ trợ việc thành lập và hoạt động của các câu lạc bộ, mạng lưới nhà đầu tư thiên thần, đặc biệt hỗ trợ việc truyền thông, nâng cao nhận thức đến các doanh nhân về những lợi ích và tính chất của việc đầu tư cho doanh nghiệp khởi nghiệp ĐMST; đưa các nhà đầu tư có kinh nghiệm ở trong nước và nước ngoài đến chia sẻ kinh nghiệm cho các nhà đầu tư trong nước, từ đó tạo nền tảng cơ bản về kiến thức cũng như nhận thức về đầu tư thiên thần, trước khi có thể thực sự phát triển hoạt động này ở Việt Nam. Cùng với đó, cần có các chính sách về giảm trừ thuế thu nhập cá nhân đối với các khoản đầu tư của nhà đầu tư thiên thần và cho phép các quỹ phát triển doanh nghiệp nhỏ và vừa của Nhà nước được phép đối ứng đầu tư với các nhà đầu tư thiên thần đạt điều kiện. Ngoài ra, một trong những cách thức hữu hiệu để thu hút đầu tư thiên thần là thông qua hệ thống gọi vốn cộng đồng thông qua cổ phần. Do đó, rất cần có những nghiên cứu cụ thể về vấn đề này để có cơ chế phù hợp cho hệ thống trên được thành lập và hoạt động tại Việt Nam ✍

¹⁰<http://www.sav.gov.vn/2498-1-ndt/mot-so-y-kien-ve-luat-thue-thu-nhap-ca-nhan.sav>.