

Đầu tư mạo hiểm - kênh cung cấp vốn quan trọng cho khởi sự doanh nghiệp

NGUYỄN THU THỦY
LÊ PHƯƠNG THÙY

*B*ài viết giới thiệu tổng quát về đầu tư mạo hiểm và mô hình quỹ đầu tư mạo hiểm, vai trò đối với doanh nghiệp, vai trò đối với nền kinh tế, hình thức và cơ chế hoạt động của các quỹ đầu tư mạo hiểm..., thông qua đó giới thiệu cho các nhà doanh nghiệp Việt Nam một cách thức huy động vốn còn rất mới ở nước ta.

Hình thức đầu tư mạo hiểm (ĐTMH) và mô hình quỹ ĐTMH ra đời vào những năm 40 của thế kỷ XX tại Mỹ ngày nay đã phát triển nhanh chóng và đóng vai trò quan trọng trong việc thúc đẩy phát triển kinh tế, cũng như khoa học công nghệ tại nhiều nước trên thế giới, trong đó có Mỹ, Tây Âu, Nhật Bản, Trung Quốc... Thông qua hình thức đầu tư này, hàng ngàn ý tưởng sáng tạo và dự án kinh doanh đã được hiện thực hóa và thương mại hóa, góp phần vào sự bùng nổ mạnh mẽ của khoa học kỹ thuật, đặc biệt là ngành công nghệ cao. Một trong những mô hình thành công điển hình của các quỹ ĐTMH là sự ra đời của thung lũng Silicon (Mỹ) - khu công nghệ cao hàng đầu thế giới nơi tập trung các chuyên gia công nghệ kiệt xuất và là khởi nguồn cho các phát minh sáng chế, các ứng dụng công nghệ cao.

Trên thế giới, hình thức đầu tư này đã không còn xa lạ. Tuy nhiên tại Việt Nam, đây là hình thức đầu tư khá mới mẻ. Số lượng các quỹ ĐTMH chính thức hoạt động chưa nhiều và đều là các quỹ của nước ngoài. Trong khi đó, các doanh nghiệp mới khởi nghiệp ở Việt Nam đang phải đối mặt với rất nhiều trở ngại, mà lớn nhất là sự thiếu hụt trầm trọng vốn đầu tư. Đối với

các doanh nghiệp này, việc đáp ứng các yêu cầu của ngân hàng và các trung gian tài chính, như phải có tài sản thế chấp, uy tín, thu nhập, các mối quan hệ, hay chứng minh triển vọng trong tương lai là điều rất khó khăn và gần như không thể. Những đặc trưng của giai đoạn khởi nghiệp tạo nên nhận thức thông thường về mức độ rủi ro cao đến mức không thể chấp nhận được đối với các định chế tài chính. Kết quả là những người khởi nghiệp không thể tiếp cận các kênh cung cấp vốn truyền thống. Vì thế, sự ra đời và phát triển của các quỹ ĐTMH là rất cần thiết để thúc đẩy khối doanh nghiệp tư nhân với các ý tưởng sáng tạo. Đây chính là nơi huy động vốn, quản lý vốn, là hậu thuẫn cho các doanh nghiệp vừa và nhỏ trong giai đoạn khởi nghiệp, đồng thời gián tiếp thúc đẩy sự đột phá về khoa học công nghệ và phát triển kinh tế.

1. Mục đích và đặc điểm của đầu tư mạo hiểm

Được hình thành bởi nhu cầu về vốn ngày một gia tăng, với động lực là tìm kiếm những khoản lợi nhuận lớn trên thị trường, đầu tư mạo hiểm (venture investment) ra đời với tư cách là một kênh

Nguyễn Thu Thủy, TS.; Nguyễn Phương Thùy,
Trường đại học Ngoại thương.

dẫn vốn đặc biệt. Vốn “đầu tư mạo hiểm” được xem như là một hình thức đầu tư trực tiếp mang tính chấp nhận rủi ro cao và thường được đầu tư cho các dự án có tính sáng tạo cao với tiềm năng lợi nhuận lớn.

ĐTMH còn có tên gọi khác là đầu tư cổ phần tư nhân (private equity placement) là một hoạt động được quản lý bởi các tổ chức hoặc cá nhân đầu tư dài hạn với độ rủi ro tài chính cao cho các doanh nghiệp vừa và nhỏ, mới thành lập, hoặc đã có sự phát triển nhất định với tiềm năng tăng trưởng cao nhưng chưa niêm yết trên thị trường chứng khoán.

1.1. Mục đích của đầu tư mạo hiểm

Trước hết, ĐTMH là nhằm mang lại lợi nhuận kinh tế cao cho tất cả các nhà đầu tư bằng cách đầu tư cho các cơ hội, các công ty, các ý tưởng và con người tốt nhất. Bởi hình thức ĐTMH chú trọng đến những công ty hoặc dự án có khả năng tăng trưởng cao, có tính sáng tạo, đột phá và thông thường các công ty hoặc dự án được chọn để đầu tư thường phải trải qua rất nhiều bước thẩm định, nên tiềm năng lợi nhuận mang lại cho các nhà đầu tư thường rất cao. Thứ hai, ĐTMH thúc đẩy tốc độ tăng trưởng của từng doanh nghiệp và của ngành. Để có thể sớm thu hồi vốn và lợi nhuận, các nhà ĐTMH luôn cố gắng đẩy nhanh và mạnh tốc độ tăng trưởng của doanh nghiệp được đầu tư. Kết quả là, hình thức đầu tư này vô hình chung cũng thúc đẩy sự tăng trưởng của toàn ngành kinh doanh. Thứ ba, ĐTMH hỗ trợ các công ty có nhân lực, sản phẩm và dịch vụ có khả năng làm thay đổi thị trường kinh doanh, hoặc thay đổi thế giới.

1.2. Đặc điểm của đầu tư mạo hiểm

Tính chấp nhận rủi ro cao: đây là đặc điểm đầu tiên và quan trọng nhất vì vậy mà có tên là đầu tư mạo hiểm, chấp nhận mạo hiểm là chấp nhận rủi ro cao. ĐTMH mặc dù đã thẩm định các kế hoạch sản

xuất kinh doanh của doanh nghiệp hoặc cá nhân một cách kỹ càng, qua nhiều cấp xét duyệt, nhưng cũng có thể thành công và có thể thất bại. Do đó, trong nhiều trường hợp, các quỹ ĐTMH phải san sẻ rủi ro, tìm phương thức đầu tư mới với lợi nhuận cao để bù đắp những doanh vụ thất bại. Trong quá trình đầu tư, các nhà tư bản mạo hiểm thường tham gia tích cực vào quá trình quản lý doanh nghiệp, phải xem xét thận trọng các kế hoạch sử dụng vốn đầu tư, cùng ban giám đốc doanh nghiệp đề xuất các phương án và chiến lược hiệu quả, đưa ra kịp thời các sản phẩm mới hay phương pháp marketing mới...

Tính đổi mới cao: mức độ đổi mới quyết định việc các nhà tư bản mạo hiểm có bỏ vốn hay không. Tính đổi mới cao là việc xây dựng kế hoạch kinh doanh dựa trên công nghệ mới để tạo ra sản phẩm độc đáo được thị trường chấp nhận, tạo ra sự tăng trưởng nhanh, nâng cao chất lượng cuộc sống và tăng khả năng cạnh tranh quốc tế. Các lĩnh vực đổi mới cao trong giai đoạn hiện nay là công nghệ thông tin, phần mềm máy tính, công nghệ sinh học và vật liệu mới.

Tầm nhìn dài hạn khi đầu tư: ĐTMH là một khoản đầu tư lâu dài, mang tính chất chu kỳ hay mang tính chất “động”. Các quỹ ĐTMH thường không tiến hành đầu tư vào một doanh nghiệp nào đó một lúc với một số tiền cố định, mà thường đầu tư trong một thời gian dài với các giai đoạn khác nhau thường từ 3-5 năm, 5-7 năm, hay 7-10 năm, tùy vào từng trường hợp cụ thể. Chẳng hạn, tài trợ cho một doanh nghiệp trong giai đoạn đầu có thể trong khoảng từ 7-10 năm, nhưng nếu tài trợ trong giai đoạn tăng tốc thì chỉ khoảng vài năm. Nếu quỹ đó hoạt động tốt, đội ngũ quản lý có năng lực thì có thể thu hút gọi thêm vốn từ các nhà đầu tư tư nhân hoặc các cá nhân giàu có, hay các tổ chức có nhu cầu đầu tư...

Đầu tư mạo hiểm thực chất là một dạng kinh doanh vốn: người có vốn thông qua một người có kinh nghiệm quản lý đầu tư để đầu tư vào những doanh nghiệp chưa trưởng thành có khả năng thu lợi nhuận cao. Xét về khả năng cung cấp vốn, ĐTMH chỉ là một hình thức cấp vốn mang tính bổ sung, không thể thay thế các loại hình cấp vốn khác như vốn từ ngân sách nhà nước, vốn vay ngân hàng hay các tổ chức tài chính...

2. Vai trò của đầu tư mạo hiểm và quỹ đầu tư mạo hiểm

2.1. Vai trò đối với doanh nghiệp

Cung cấp vốn cho các doanh nghiệp khởi sự: không một công ty nào có thể phát triển mà không cần vốn đầu tư. Thông thường, khi thiếu vốn, có hai cách để tiếp cận nguồn vốn đó là tài trợ nợ hoặc vốn chủ sở hữu. Tiếp cận vốn tín dụng dưới bất kỳ hình thức nào thì cũng đều khó khăn. Yêu cầu về tài sản đảm bảo cũng như các quy định trong thẩm định khác đã không thể tạo cơ hội cho các công ty, đặc biệt, khi người sáng lập công ty mới chỉ có ý tưởng là tài sản chủ yếu. Có bốn điểm chính tạo nên khoảng cách giữa ngân hàng và các doanh nghiệp vừa và nhỏ: tài sản thế chấp, lãi suất tiền vay ngân hàng khá cao, ấn tượng không tốt do nhận định “quy mô nhỏ gắn liền với rủi ro”, chi phí cho các khoản vay tiền sẽ càng tăng do quá trình thẩm định. Thêm vào đó, khi xét ở góc độ tài chính doanh nghiệp, cấu trúc vốn của công ty này thường có xu hướng không tài trợ bằng nợ, bởi lẽ rủi ro kinh doanh được xác định là khá cao, nên đã không cho phép các công ty gia tăng thêm rủi ro tài chính nếu muốn giữ mức rủi ro này của công ty ở mức độ hợp lý. Kết quả là các ngân hàng hay tổ chức tín dụng khó có thể cho các doanh nghiệp này vay vốn.

Quỹ ĐTMH chính là nơi cấp vốn cho các doanh nghiệp có tiềm năng tăng trưởng và đang khát vốn. Không cần tài sản thế chấp, không cần uy tín, không bị áp mức

lãi suất, các doanh nghiệp vẫn có thể vay được vốn, chỉ cần họ có một ý tưởng tốt và chứng minh được tính khả thi của dự án. Quỹ ĐTMH tài trợ cho các công ty đóng vai trò là người giữ nền móng để các công ty này tiếp tục phát triển.

Tư vấn và quản lý nguồn vốn hiệu quả cho doanh nghiệp: là người đầu tư, rót vốn cho các công ty nên quá trình phát triển của công ty luôn là mối quan tâm đối với các quỹ ĐTMH. Do các doanh nhân thành lập công ty công nghệ cao thường xuất thân là một nhà công nghệ nên thường thiếu kỹ năng về quản trị doanh nghiệp. Bên cạnh đó, họ cũng chưa đủ uy tín và quan hệ rộng rãi trong kinh doanh khi bắt đầu kinh doanh độc lập, mà đây là yếu tố then chốt góp phần tạo nên thành công trong kinh doanh. Các đối tác quỹ ĐTMH có kinh nghiệm trong việc phát triển các doanh nghiệp khởi sự và họ có sự hiểu biết về thị trường dựa trên các danh mục đầu tư khác trong cùng ngành hoặc trong các ngành có liên quan. Họ có thể hỗ trợ trong tất cả các vấn đề mà một hãng công nghệ cao thường gặp phải khi chuyển từ bước triển khai ý tưởng sang sản xuất, tiếp thị và phân phối.

Mặt khác, nhiều nhà quản lý chưa am hiểu nhiều về pháp lý, như vấn đề về quyền sở hữu trí tuệ, thương hiệu hàng hóa, sáng chế... nên các chuyên gia của quỹ ĐTMH có thể tư vấn và giúp tiết kiệm chi phí so với việc thuê các công ty luật tư vấn giúp. Thêm vào đó, vì các vấn đề hợp đồng, tranh chấp thương mại, phát hành cổ phiếu và các thủ tục khác còn là điều khá mới mẻ đối với các doanh nhân, nên quỹ ĐTMH có thể hỗ trợ đàm phán trong lĩnh vực này.

2.2. Vai trò đối với nền kinh tế

Gián tiếp tạo ra nhiều việc làm, giảm tỷ lệ thất nghiệp cho xã hội: các quỹ ĐTMH cung cấp vốn, tư vấn quản lý hiệu quả nguồn vốn cũng như các vấn đề khác cho

một doanh nghiệp là tiếp thêm sự sống và khả năng phát triển của doanh nghiệp đó. Việc có thêm nhiều doanh nghiệp làm ăn phát đạt đã góp phần tạo ra nhiều việc làm cho người lao động, làm giảm đáng kể tỷ lệ thất nghiệp cũng như các tệ nạn do thất nghiệp gây ra cho xã hội. Hơn nữa, một khi các doanh nghiệp này thành công, ngân sách nhà nước cũng thu được một phần không nhỏ nhờ thuế đóng góp từ các doanh nghiệp đó. Như vậy, các quỹ ĐTMH đã gián tiếp làm lợi cho xã hội.

Góp phần tạo ra những doanh nghiệp sản xuất sản phẩm, dịch vụ hiệu quả, có tính ứng dụng đổi mới cao: hình thức ĐTMH là nắm giữ cổ phần, tham gia chia sẻ thành công nếu công ty phát đạt, song cũng gánh chịu rủi ro nếu thất bại. Chính vì vậy, để nhận được vốn đầu tư, các dự án kinh doanh đều phải trải qua các vòng tuyển chọn rất khắt khe và chuyên nghiệp của các nhà tư bản mạo hiểm đầy kinh nghiệm với các tiêu chí khác nhau. Khi một dự án được chấp nhận đầu tư thì có thể khẳng định phần nào rằng dự án đó rất có tiềm năng thị trường. Như vậy, thông qua quá trình lựa chọn các dự án đầu tư của các nhà tư bản mạo hiểm, hoạt động ĐTMH đã góp phần tạo ra những doanh nghiệp sản xuất những sản phẩm có tiềm năng trên thị trường.

Ngoài ra, nhờ có sự trợ giúp phi tài chính của các quỹ ĐTMH, khả năng thành công của các doanh nghiệp càng tăng lên. Sản phẩm, dịch vụ của doanh nghiệp thường là có tính năng độc đáo và mới lạ. Đây chính là những điều kiện thuận lợi để các doanh nghiệp đạt được thành công và trở thành người khổng lồ tương lai. Thực tế đã chứng minh sự thành công này qua các công ty nổi tiếng trên thế giới đã nhận được các khoản ĐTMH như Intel, Google, Microsoft, Baidu...

Thúc đẩy sự phát triển của thị trường chứng khoán: một thị trường chứng khoán

(TTCK) phát triển được thể hiện trên hai phương diện chủ yếu, đó là hàng hóa trên thị trường dồi dào về số lượng, phong phú về chủng loại, có chất lượng cao và sự sôi động diễn ra trong các giao dịch mua đi bán lại chứng khoán đã phát hành. Mặc dù việc đầu tư trên TTCK và ĐTMH thường được xem là hai hoạt động tài chính khác nhau, nhưng trên thực tế chúng lại có liên quan mật thiết với nhau. Cụ thể, hoạt động ĐTMH tạo động lực để phát triển thị trường sơ cấp – hay còn gọi là thị trường IPO, vì một trong những phương thức thoát vốn được sử dụng phổ biến và có hiệu quả nhất đối với quỹ là chào bán công ty nhận đầu tư ra công chúng, biến các công ty này từ cổ phần tư nhân thành công ty đại chúng với việc bán cổ phiếu của mình trên TTCK. Vì vậy, hoạt động ĐTMH sẽ đóng vai trò thúc đẩy các doanh nghiệp chưa niêm yết mở rộng quy mô hoạt động đến mức có thể phát hành cổ phiếu ra công chúng để huy động vốn. Kết quả của phương thức thoát vốn này là làm tăng số lượng công ty trên TTCK, từ đó, tạo tiền đề tích cực cho thị trường thứ cấp phát triển. Ngược lại, một thị TTCK phát triển cũng là điều kiện cần thiết để quỹ mở rộng hoạt động đầu tư hiệu quả do nó sẽ làm tăng tính thanh khoản cho danh mục đầu tư của quỹ.

Thúc đẩy quá trình đổi mới công nghệ: công nghệ khoa học kỹ thuật ngày nay đóng vai trò ngày càng quan trọng trong việc phát triển kinh tế, đặc biệt là các ngành công nghệ cao như công nghệ thông tin, viễn thông, năng lượng mới, vật liệu mới, công nghệ sinh học... Tuy nhiên, đầu tư vào công nghệ lại cần nguồn vốn rất lớn mà độ rủi ro lại rất cao vì các phát minh sáng chế trong lĩnh vực này thường có tính đột phá cao, lợi ích lớn và phần lớn mới chỉ là các ý tưởng bột phát chứ chưa có thiết kế, tính toán hay thử nghiệm kỹ lưỡng. Vì vậy, khả năng vay được vốn từ các ngân hàng, tổ chức tài chính là một điều rất khó

khẩn. Các quỹ ĐTMH là một kênh dẫn vốn đặc biệt, đầu tư hiệu quả cho quá trình ứng dụng và phát triển công nghệ cao. Chính vì vậy, hoạt động này góp phần thúc đẩy các doanh nhân, doanh nghiệp không ngừng tìm kiếm, phát minh ra các công nghệ mới có tính năng cao hơn, phục vụ được nhiều lợi ích hơn công nghệ cũ.

Bên cạnh đó, ĐTMH cũng đóng vai trò quan trọng trong việc tạo mối liên kết chặt chẽ giữa các định chế tài chính, các trường đại học, các doanh nghiệp định hướng công nghệ, các tập đoàn công nghệ và tạo thành một mạng lưới phức tạp. Các mắt xích trong mạng lưới này liên kết nhau, hỗ trợ nhau cùng phát triển. Sự phát triển cả về chiều sâu và chiều rộng của mạng lưới góp phần thúc đẩy sự phát triển khoa học công nghệ, đổi mới hệ thống giáo dục, phát triển thị trường tài chính và thúc đẩy sự tăng trưởng kinh tế quốc gia.

3. Hình thức và cơ chế hoạt động của các quỹ đầu tư mạo hiểm

Vốn mạo hiểm được cung cấp dưới nhiều hình thức khác nhau, trong đó điển hình là tài trợ vốn thông qua các quỹ ĐTMH (Venture capital fund). Về bản chất, đó là một quỹ đầu tư, nhưng mục tiêu hoạt động của họ là hướng đến những dự án có độ rủi ro cao nhằm tìm kiếm những khoản lợi nhuận cao hơn mức thông thường.

Quỹ ĐTMH có thể hiểu là một tổ hợp vốn nằm dưới sự quản lý chuyên nghiệp, được huy động từ các nhà ĐTMH, với mục đích là thực hiện đầu tư những khoản vốn đầu tư cổ phần trực tiếp, có quản lý một cách chủ động vào các doanh nghiệp tư nhân tăng trưởng nhanh và đồng thời có một chiến lược thoát vốn đã được xác định rõ ràng.

3.1. Đặc điểm hoạt động của quỹ đầu tư mạo hiểm

Đặc điểm của quỹ ĐTMH bắt nguồn từ chính những đặc điểm của hoạt động ĐTMH. Theo IFC (International Finance

Corporation) thì hoạt động của các quỹ ĐTMH trên thế giới mang những đặc điểm chung như sau.

Tính rủi ro của các khoản đầu tư: ĐTMH là một hoạt động có tính rủi ro rất cao do đối tượng được nhận vốn đầu tư của các quỹ ĐTMH chủ yếu là những công ty tư nhân mới thành lập hoặc hoạt động trong những lĩnh vực mới hình thành. Tính rủi ro này xuất phát từ những yếu tố sau (đây cũng là đặc điểm của công ty nhận đầu tư):

Tính không chắc chắn về tương lai: tất cả các công ty và những cá nhân khởi nghiệp đều phải đối diện với điều này, không chỉ về khả năng phát triển mà cả về xu hướng của thị trường và của ngành. Tính không chắc chắn có thể phát sinh trong nhiều giai đoạn khác nhau. Ví dụ: trong giai đoạn đầu, nghiên cứu ban đầu hoặc sẽ mang lại một sự đột phá về công nghệ có tiềm năng thương mại hóa, hoặc sẽ thất bại. Sang giai đoạn hai, tính không chắc chắn có thể nằm ở phía chính phủ và những thủ tục quy trình về mặt quản lý, nó còn có thể phát sinh từ các đối thủ cạnh tranh. Trong mọi trường hợp, tính không chắc chắn sẽ tạo ra sự ngần ngại cho các nhà cung cấp vốn.

Vấn đề thông tin bất cân xứng: đây là sự hiểu biết khác nhau của các đối tượng khác nhau tham gia hoạt động ĐTMH. Trong tiến trình vận hành công ty, những người khởi nghiệp có hiểu biết nhiều hơn về một công nghệ cụ thể nào đó, hoặc về những gì đang hàng ngày xảy ra bên trong công ty họ. Họ có thể giữ bí mật những thông tin đó để bảo vệ lợi ích của riêng mình, thậm chí có thể thổi phồng báo cáo thành tích của công ty nhằm tạo thêm sự hấp dẫn đối với các nhà đầu tư. Mặt khác, nhà đầu tư cũng biết rõ hơn về các nguồn lực hay năng lực của bản thân họ trong việc làm gia tăng giá trị, so với những gì mà một người khởi nghiệp có thể nhận biết được. Do những vấn đề có thể phát sinh từ

sự bất cân xứng về thông tin như vậy, nhiều nhà đầu tư truyền thống không muốn tài trợ cho những dự án khởi nghiệp mạo hiểm. Đây cũng chính là những rào cản tài trợ mà những công ty trẻ, có hàm lượng công nghệ cao đang phải đối mặt.

Tính chất của tài sản: các công ty được đầu tư thường có số tài sản vô hình chiếm tỷ trọng lớn trong tổng giá trị tài sản. Đây là những tài sản rất khó định giá và có thể không bán được trong trường hợp hoạt động kinh doanh của công ty bị thất bại.

Điều kiện thị trường của các ngành được đầu tư có tính biến động cao: có những ngành mà sản phẩm mới còn trong giai đoạn nghiên cứu, thử nghiệm, chưa được công chúng thừa nhận rộng rãi. Do đó, thành công của công ty nhận vốn đầu tư, cũng như lợi nhuận mà nhà đầu tư kỳ vọng nhận được trong tương lai cũng có tính không chắc chắn rất cao.

Hỗ trợ phi tài chính cho các doanh nghiệp: ngoài sự hỗ trợ về tài chính cho doanh nghiệp, các chuyên gia quản lý quỹ ĐTMH còn hỗ trợ cho doanh nghiệp những vấn đề khác như quản lý, chính sách nhân sự, marketing, phát triển sản phẩm... Với vị trí cũng như những kinh nghiệm thu được từ các doanh nghiệp khác, quỹ ĐTMH có thể tác động sâu sắc đến sự phát triển của doanh nghiệp mà họ đầu tư.

Kỹ năng của các nhà đầu tư: hoạt động của các quỹ ĐTMH phụ thuộc nhiều vào kỹ năng của nhà quản lý. Đó là việc đánh giá tiềm năng tăng trưởng của một doanh nghiệp mới để đảm bảo chắc chắn rằng ý tưởng kinh doanh mới sẽ thành công. Điều này không chỉ yêu cầu nhà quản lý phải là chuyên gia trong lĩnh vực tài chính để có thể tạo ra một cấu trúc tài chính linh hoạt, mà họ còn phải có kinh nghiệm trong các lĩnh vực quản trị doanh nghiệp, nghiên cứu thị trường, tiêu thụ sản phẩm...

Là quỹ đầu tư tư nhân: vì mức độ rủi ro của quỹ là rất cao, nên vốn của quỹ

ĐTMH huy động bằng phương thức phát hành riêng lẻ cho một số các nhà đầu tư, có thể được lựa chọn trước, đó là các cá nhân, thể nhân, các định chế tài chính hoặc các tập đoàn kinh tế lớn. Các nhà đầu tư thường đầu tư một lượng vốn tương đối lớn và đổi lại họ yêu cầu về kỹ năng quản lý quỹ rất cao để đảm bảo yếu tố sinh lợi trên số vốn đầu tư. Vì vậy, quỹ ĐTMH là một quỹ đầu tư tư nhân.

3.2. Các hình thức hoạt động của quỹ đầu tư mạo hiểm

Do những đặc điểm mang tính đặc thù của ĐTMH mà cơ chế và hình thức hoạt động của loại hình đầu tư này cũng có những điểm riêng biệt, khác với những loại hình thức đầu tư khác. ĐTMH có thể tiến hành qua cá nhân các nhà tài trợ kinh doanh, trong đó cá nhân có vốn đầu tư cũng là những người có kinh nghiệm quản lý, kiến thức và các mối quan hệ trong lĩnh vực họ đầu tư, nên họ thường tài trợ giai đoạn nghiên cứu – khởi động cho những doanh nghiệp có tiềm năng để thu về lợi nhuận cao. Cá nhân đầu tư cũng thường tham gia là thành viên trong ban giám đốc, đóng góp kinh nghiệm cũng như tư vấn cho hoạt động của doanh nghiệp.

Tuy nhiên, ĐTMH phổ biến nhất thường được thực hiện thông qua quỹ ĐTMH. Trên thế giới có 3 mô hình quỹ ĐTMH được áp dụng phổ biến: quỹ dạng hợp danh hữu hạn, quỹ tín thác, quỹ tín dụng công ty. Mô hình quỹ công ty và tín thác xuất hiện sớm hơn. Đến nay, các quỹ ĐTMH tổ chức theo 2 dạng này vẫn phổ biến ở Châu Âu và một số khu vực khác trên thế giới. Mô hình công ty hợp danh hữu hạn tuy ra đời sau, nhưng phát triển mạnh và chiếm ưu thế ở Mỹ.

Mô hình quỹ dạng công ty: quỹ dạng này được thừa nhận như một pháp nhân độc lập, có điều lệ riêng, có tính chất hoạt động như một công ty tài chính cổ phần và những người góp vốn vào quỹ có tư cách là

các cổ đông. Hoạt động của quỹ sẽ chịu sự điều chỉnh của luật công ty và các quy định dưới luật khác dành riêng cho quỹ đầu tư nói chung và quỹ ĐTMH nói riêng. Ở đây, hội đồng quản trị có vai trò lớn nhất trong việc giám sát công ty quản lý quỹ vì lợi ích của nhà đầu tư. Việc giám sát được thực hiện căn cứ trên những chiến lược mà đại hội đồng cổ đông đã lựa chọn và quyết định. Tuy không có sự tham gia của một bên thứ ba trong vai trò tổ chức giám sát, vẫn có thể có một tổ chức bảo quản tài sản.

Quỹ ĐTMH dạng công ty có thể là một quỹ độc lập hoặc là quỹ phụ thuộc của chi nhánh, hoặc công ty độc lập do các định chế tài chính và phi tài chính thành lập các công ty ĐTMH nhằm mục tiêu đầu tư vào các dự án khởi sự, thúc đẩy đổi mới công nghệ và đa dạng hóa sản phẩm của công ty mẹ, hay nhằm tạo mối quan hệ với công ty mới để rồi cung cấp những dịch vụ khác (nếu công ty mẹ là tổ chức tài chính). Nếu theo hình thức phụ thuộc thì quỹ ĐTMH sẽ được công ty mẹ tài trợ vốn, song hoạt động đầu tư của quỹ chỉ mang tính chất từng vụ việc, nhân viên quản lý quỹ sau khi hoàn thành một dự án đầu tư sẽ trở về công ty mẹ. Chính đặc điểm này không hình thành đội ngũ chuyên gia trong mô hình quỹ dạng phụ thuộc, không tạo tính chuyên nghiệp trong lĩnh vực đầu tư. Mặt khác, khi đầu tư vì lợi ích của công ty mẹ mà hoạt động của quỹ theo hình thức này sẽ làm xói mòn động lực cống hiến của người điều hành quỹ.

Mô hình quỹ dạng tín thác (Trust fund): trong mô hình này, các quỹ ĐTMH không có tư cách pháp nhân mà chỉ là một hình thức kinh doanh được pháp luật thừa nhận. Về bản chất, quỹ là một lượng tiền do các nhà đầu tư đóng góp trên cơ sở một bản thỏa thuận chung – điều lệ quỹ. Cơ cấu tổ chức của quỹ có sự tham gia của một công ty quản lý đầu tư (Investment management company) và một tổ chức

giám sát (thường là ngân hàng). Tổ chức giám sát đóng vai trò quan trọng trong việc bảo vệ lợi ích của nhà đầu tư thông qua việc giám sát hoạt động của công ty quản lý quỹ đảm bảo tuân thủ theo quy định của pháp luật và điều lệ quỹ.

Cũng giống như mô hình quỹ dạng công ty, mô hình quỹ tín thác hoạt động theo cơ chế quỹ đóng, chỉ thực hiện phát hành chứng khoán một lần, không phát hành thêm, trừ trường hợp đặc biệt, khi được các chủ sở hữu chứng khoán hiện thời đồng ý.

Mô hình quỹ dạng hợp danh hữu hạn (Limited partnership): đây là hình thức phổ biến đối với các quỹ ĐTMH và cũng là một mô hình cho tới nay được coi là ưu việt nhất trong việc tạo ra một cơ chế phân chia trách nhiệm và quyền lợi hợp lý và hiệu quả. Theo hình thức hợp danh hữu hạn, quỹ được thành lập trên cơ sở ký kết hợp đồng hợp danh giữa các thành viên quản lý và thành viên hữu hạn.

Thành viên hợp danh (general partners) là những người quản lý quỹ (thường là một công ty quản lý đầu tư chuyên nghiệp), có năng lực chuyên môn, kinh nghiệm, uy tín trên thương trường, chịu trách nhiệm về hoạt động hàng ngày của quỹ, đưa ra các quyết định đầu tư, thoát vốn và huy động quỹ mới. Đồng thời, họ cũng là người đầu tư vào quỹ. Với tư cách vừa là nhà đầu tư, vừa là người quản lý quỹ, phần thù lao (lợi ích vật chất) mà thành viên quản lý nhận được bao gồm phần cố định là khoản phí quản lý hàng năm theo thỏa thuận (thường là 2-3% trên tổng số vốn cam kết) và phần biến đổi được tính theo tỷ lệ phần trăm trên số lợi nhuận hàng năm của quỹ. Điều này tạo ra động lực khuyến khích mạnh mẽ để các thành viên hợp danh thường trực này tạo ra những mức lợi nhuận cao. Tuy nhiên, thành viên này lại có trách nhiệm vô hạn bao gồm toàn bộ tài sản do họ sở hữu.

Thành viên hữu hạn (limited partners) là những người góp vốn vào quỹ, ủy quyền

sử dụng vốn cho thành viên quản lý, không được phép tham gia quản lý quỹ, nhưng họ chỉ phải chịu trách nhiệm hữu hạn trong phạm vi số vốn góp. Số vốn góp vào quỹ không nhất thiết phải góp toàn bộ một lần theo yêu cầu mà có thể chia thành nhiều lần nhất định theo thỏa thuận trong hợp đồng.

3.3. Cơ chế hoạt động của quỹ đầu tư mạo hiểm

• Cơ chế lựa chọn dự án

Hiệu quả của ĐTMH phụ thuộc vào thành công của dự án đầu tư. Nhà đầu tư và nhà quản lý sẽ hưởng lợi nhuận, nếu những dự án mà họ đầu tư hoạt động tốt và mang lại lợi nhuận. Chính vì vậy, việc lựa chọn dự án đầu tư rất được chú trọng. Quỹ ĐTMH sẽ căn cứ vào những tiêu chí nhất định để lựa chọn những dự án đầu tư phù hợp, có hiệu quả kinh tế cao. Thông thường, những dự án được tài trợ phải có ý tưởng rõ ràng về công nghệ mới, sản phẩm mới và thị trường tiêu thụ.

Các tiêu chí để thẩm định một dự án cho ĐTMH bao gồm:

Mức độ hấp dẫn của thị trường (hay quy mô của thị trường).

Tính độc đáo của sản phẩm: sản phẩm càng mang tính độc đáo, sáng tạo, có tính ứng dụng và thương mại hóa cao sẽ càng thu hút được nhà đầu tư rót vốn.

Năng lực của đội ngũ quản lý: nhà đầu tư thường ưu tiên rót vốn vào những doanh nghiệp có đội ngũ quản lý giỏi, bởi con người là nhân tố trọng tâm trong mọi lĩnh vực. Một doanh nghiệp với đội ngũ quản lý có năng lực cao thường sẽ đạt được thành công hơn.

Quy mô vốn đầu tư.

Rủi ro và lợi nhuận: cân nhắc giữa lợi ích mà mình thu được với rủi ro phải gánh chịu luôn là một trong những vấn đề mà nhà đầu tư bắt buộc phải xét đến. Rủi ro càng cao thì lợi nhuận càng lớn, tuy nhiên,

thông thường rủi ro này sẽ nằm trong khoảng chấp nhận được đối với nhà đầu tư.

• *Cơ chế tài trợ giai đoạn phát triển của doanh nghiệp*

Thông thường, quỹ ĐTMH sẽ không tài trợ một lần cho dự án mà giai đoạn đầu sẽ tài trợ một phần cho dự án, nếu công ty thấy khoản đầu tư mang lại kết quả theo đúng nhận định và/hoặc cam kết thì sẽ tiếp tục đầu tư trong giai đoạn tiếp theo.

Seed-stage (giai đoạn hạt giống): quỹ ĐTMH cấp vốn để người khởi nghiệp đưa ra ý tưởng kinh doanh. Vốn này thường dùng để trang trải việc phát triển sản phẩm và nghiên cứu thị trường.

Early stage (giai đoạn đầu): vốn được cấp cho các công ty để tiến hành một số hoạt động cụ thể như phát triển sản phẩm, xúc tiến marketing, sản xuất thử..., trước thời điểm sản xuất mang tính thương mại và tiêu thụ bán hàng.

Later-stage (giai đoạn sau): cấp vốn sau khi sản xuất thương mại và bán hàng nhưng trước khi phát hành cổ phần lần đầu ra công chúng (IPO). Giai đoạn này có thể chia thành:

+ *Second-stage (giai đoạn 2):* cấp vốn (thử) cho công ty đã sản xuất và bán sản phẩm để mở rộng nhưng có thể không đem lại lợi nhuận.

+ *Third-stage (giai đoạn 3):* cấp vốn mở rộng lớn, như mở rộng quy mô nhà máy, cải tiến sản phẩm hoặc tiến hành các chiến dịch marketing trọng yếu.

Giai đoạn 2 và giai đoạn 3 gọi chung là giai đoạn mở rộng.

+ *Mezzanine (bridge giai đoạn cầu nối):* cấp vốn để chuẩn bị cho bước trở thành công ty đại chúng và thể hiện sự tiếp nối giữa một công ty đang mở rộng và việc phát hành cổ phiếu ra công chúng lần đầu tiên.

• *Cơ chế quản lý, tư vấn cho các doanh nghiệp nhận đầu tư*

Quỹ ĐTMH thể hiện sự kiểm soát đối với doanh nghiệp nhận tài trợ bằng cách tham gia quản lý, đồng thời thông qua cổ phần để theo dõi các khoản đầu tư của mình. Quỹ ĐTMH thường có một tỷ lệ cổ phần đáng kể, đến 30% cổ phần trong doanh nghiệp (nhận tài trợ) ở thời điểm bán cổ phiếu lần đầu cho công chúng. Bởi lợi nhuận của doanh nghiệp được đầu tư quyết định lợi nhuận của quỹ ĐTMH, nên quỹ tìm mọi cách để hỗ trợ doanh nghiệp trong quá trình kinh doanh. Các hình thức hỗ trợ rất đa dạng, có thể kể đến như hỗ trợ tìm kiếm thị trường, tư vấn quản lý doanh nghiệp, lựa chọn nhân sự...

• Cơ chế kết thúc đầu tư/ thoát vốn

ĐTMH hoạt động theo chu kỳ, và mỗi chu kỳ thường kết thúc bằng một đợt thoát vốn, tức là tiến hành thanh lý các khoản đầu tư, thu hồi vốn và lãi để phân phối cho các bên tham gia. Thoát vốn là một khâu quan trọng không chỉ bởi nó thỏa mãn lợi ích của nhà đầu tư mà còn giúp cho việc quay vòng vốn để hỗ trợ cho doanh nghiệp mới. Thông thường, sau khoảng 7 – 10 năm, các khoản ĐTMH được thu hồi thông qua 3 kênh chính:

Chào bán chứng khoán lần đầu tiên ra công chúng (IPO): nếu một công ty mới phát đạt và cần thêm vốn cổ phần thì có thể huy động thông qua việc bán một khối lượng lớn cổ phiếu cho các nhà đầu tư. Khi cổ phiếu đó được giao dịch đại chúng sẽ cho phép các công ty huy động vốn với những điều kiện thuận lợi hơn. Kênh thoát vốn này thường là kênh được ưa thích đối với cả nhà đầu tư và người khởi nghiệp vì nó đem lại sự định giá cao nhất đối với công ty, trong khi vẫn bảo toàn được tính độc lập của ban quản lý. Tuy nhiên, IPO đòi hỏi những khoản phí tốn nhất định (chi phí thường xuyên phát sinh do nhu cầu phải cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư và các cơ quan quản lý; chi phí trực tiếp liên quan tới các loại phí pháp lý, kiểm toán và bảo lãnh phát hành; những

khoản chi phí gián tiếp liên quan tới thời gian quản lý và nỗ lực cho việc tiến hành đợt chào bán...).

Thoát vốn thông qua IPO còn cho phép người khởi nghiệp và quỹ ĐTMH tham dự một hợp đồng ngầm hiểu có hiệu lực đối với vấn đề kiểm soát, trong đó quỹ ĐTMH thỏa thuận trả lại quyền kiểm soát cho người khởi nghiệp thành công. Thông qua IPO, phần đóng góp của quỹ mạo hiểm bị giảm đi và công ty đại chúng lúc này sẽ không còn phụ thuộc vào sự tài trợ theo giai đoạn của các nhà tư bản mạo hiểm nữa. IPO giúp giảm bớt nhu cầu giám sát chặt chẽ của các nhà tư bản mạo hiểm. Hợp đồng công khai giữa nhà tư bản mạo hiểm và công ty nhận đầu tư đảm bảo rằng những quyền kiểm soát quan trọng mà lúc đầu được trao cho quỹ sẽ mất đi sau khi tiến hành IPO, bất kể quỹ có bán cổ phần hay không.

Bán thương mại (Trade sale): bán cổ phần cho nhà đầu tư khác hay sáp nhập vào công ty khác lớn hơn là kênh thoát vốn khá phổ biến. Đó là việc bán (hay sáp nhập) một công ty này vào một công ty khác lớn hơn. Cách này hấp dẫn với cả các thành viên hợp danh hữu hạn và thành viên hợp danh thường trực, bởi đây là sự hoàn trả tiền hoặc chứng khoán và là kết quả của việc đầu tư vào quỹ ĐTMH. So với kênh thoát vốn thông qua thị trường chứng khoán bằng IPO, bán thương mại được coi là phương thức thoát vốn nhanh hơn và rẻ hơn. Những công ty lớn, đặc biệt là những công ty đã có sản phẩm hoàn chỉnh và các luồng thu nhập ổn định, thường quan tâm nhiều tới việc mua những doanh nghiệp khởi sự có khả năng tạo ra lợi nhuận hơn là xây dựng từ đầu những doanh nghiệp mới, bởi vì khởi động những hoạt động kinh doanh mới rất tốn kém và rủi ro. Việc thu tóm một doanh nghiệp khởi sự có thể là một chiến lược tốt bởi một số lý do như sau: (1) có được con người, kỹ năng hoặc là tài sản sở hữu trí

tuệ, nhất là trong lĩnh vực công nghệ cao; (2) mong muốn đưa một cuộc sống mới vào kinh doanh thông qua một ban quản lý khác; (3) một đối thủ cạnh tranh đang muốn tăng thị phần và thu lợi nhuận lớn. Tuy nhiên, kênh thoát vốn này lại thể hiện một bất lợi quan trọng của ban giám đốc công ty khởi nghiệp, bởi họ sẽ mất đi tính độc lập khi bị thôn tính hoặc sáp nhập với một công ty lớn hơn.

Mua lại cổ phần (LBO leveraged buyout bán lại trong nội bộ): cơ chế này được coi là một kênh thoát vốn hỗ trợ và được sử dụng chủ yếu khi khoản đầu tư không thành công. Người mua là những người đồng đầu tư hoặc ban quản lý của doanh nghiệp. Đây là kênh thoát vốn phổ biến trong ĐTMH và rất quan trọng cho các nhà đầu tư. Đồng thời nó cũng cho phép các công ty tiếp nhận vốn giành lại quyền kiểm soát sau khi phải chia sẻ và chịu sự chi phối của quỹ ĐTMH. Khi tiến hành hình thức này, doanh nhân đối tác sẽ mua lại phần sở hữu của quỹ ĐTMH trong doanh nghiệp với giá trị cao hơn mức định giá vốn cổ phần mà họ đang nắm giữ bằng cách vay vốn từ chính quỹ (hoặc từ bất kỳ nhà ĐTMH khác đang cùng tham gia). Họ sẽ trả nợ dần về sau bằng các khoản thu nhập lấy từ doanh nghiệp được mua lại.

Với các trình bày khái quát và tổng quan về ĐTMH và quỹ ĐTMH trên đây, bài viết của chúng tôi mong muốn sẽ hướng các nhà doanh nghiệp trẻ Việt Nam với các ý tưởng kinh doanh sáng tạo tới

một sự lựa chọn huy động vốn khá mới mẻ, qua đó sẽ xác định được phương thức hiệu quả nhất và nhanh nhất để biến ý tưởng thành hiện thực./.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Black, Bernad S., and Ronald J. Gilson (1998), "Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks versus Stock Markets", *Journal of Finance* 47.
2. Douglas Mefford (2009), "Venture Capital vs. Private Equity", *Business Management*
3. Gompers, P., Kovner, A., Lerner, J. & D. Sharfstein (2005), "Venture Capital Investment Cycles", Working Paper.
4. International Finance Corporation (2008), *Doing Business 2008*.
5. Nguyễn Nghiêm Thái Minh (2005), "Vốn mạo hiểm và vai trò cung ứng vốn cho mục tiêu phát triển của Việt Nam", *Tạp chí Phát triển kinh tế*, số 43.
6. Pensions Investment Research Consultants (2007), "Private Equity - A guide for pension fund trustees", A report for Trades Union Congress.
7. Sunil Jagwani (2000), "Supply and Demand of Venture Capital in the US", *The Park Place Economist*, vol.VIII
8. Trần Thị Mai Hoa, "Đầu tư mạo hiểm - Hình thức đầu tư cần được quan tâm", *Tạp chí Khoa học*, tháng 5-2008.
9. Vũ Cao Đàm và Nguyễn Thanh Hà, "Đầu tư mạo hiểm", *Tạp chí Hoạt động khoa học*, tháng 5-2008.
10. <http://www.banknetindia.com/finance/vcphil.htm>
11. <http://www.banknetindia.com/finance/vcdiffer.htm>