

# NGHỊ ĐỊNH 38 - KHUNG PHÁP LÝ CHO CÁC NHÀ ĐẦU TƯ KHỞI NGHIỆP SÁNG TẠO

Phan Hoàng Lan

Cục Phát triển Thị trường và Doanh nghiệp KH&CN

Nguyễn Thị Trang Nhung

Văn phòng Đề án 844

Ngày 11/3/2018, Chính phủ đã ban hành Nghị định số 38/2018/NĐ-CP quy định chi tiết về đầu tư cho doanh nghiệp nhỏ và vừa khởi nghiệp sáng tạo (Nghị định 38). Theo cơ quan soạn thảo, Nghị định này có thể triển khai ngay mà không cần đến thông tư hướng dẫn. Đây là thông tin quan trọng đối với các nhà đầu tư cho khởi nghiệp sáng tạo (KNST), đặc biệt là các quỹ đầu tư KNST.

Khi tiếp cận Nghị định, nhiều câu hỏi sẽ được đặt ra như: Tại sao Nhà nước cần quản lý và hỗ trợ các quỹ đầu tư KNST? Nghị định 38 có điểm gì mới so với các quy định trước đây về quản lý quỹ? các quy định có gì khác so với thông lệ quốc tế về quản lý và hỗ trợ quỹ đầu tư mạo hiểm (ĐTMH)?... Bài viết sẽ làm rõ những vấn đề này.

**T**heo Luật Hỗ trợ doanh nghiệp nhỏ và vừa năm 2017, Quỹ đầu tư KNST là quỹ “được hình thành từ vốn góp của các nhà đầu tư tư nhân để đầu tư vào doanh nghiệp nhỏ và vừa KNST theo các nguyên tắc sau đây: a) Đầu tư vào doanh nghiệp nhỏ và vừa KNST không quá 50% vốn điều lệ của doanh nghiệp sau khi nhận đầu tư; b) Nhà đầu tư tư nhân góp vốn vào quỹ phải có điều kiện tài chính và chịu trách nhiệm về vốn góp của mình”. Đây được coi là lần đầu tiên quy định về đầu tư cho KNST được luật hóa. Định nghĩa này tương ứng với định nghĩa của quỹ ĐTMH trên thế giới, thường được nhắc đến là loại hình quỹ đầu tư tập trung vào các doanh nghiệp KNST có rủi ro cao để đổi lại tiềm năng lợi nhuận lớn<sup>1</sup>. Ngày 11/3/2018, Chính phủ

đã ban hành Nghị định số 38 quy định chi tiết về đầu tư cho doanh nghiệp nhỏ và vừa KNST. Đây là thông tin quan trọng đối với các nhà đầu tư cho khởi nghiệp, đặc biệt là các quỹ ĐTMH (có hoạt động tương tự như quỹ đầu tư KNST), bởi lần đầu tiên hoạt động đặc thù này đã được quy định bằng văn bản pháp lý.

## Sự cần thiết ra đời của Nghị định 38

Hình thức ĐTMH đã ra đời tương đối sớm trên thế giới. Các quỹ ĐTMH đầu tiên, như Bessemer Venture Partners (BVP) - quỹ đầu tư lâu đời nhất tại Mỹ, thành lập năm 1911. Quỹ ĐTMH giúp các startup giải quyết các khó khăn về vốn, bởi các doanh nghiệp này thường có tính rủi ro cao và gặp khó khăn khi tiếp cận nguồn vốn của ngân hàng, các tổ chức tín dụng và các nhà đầu tư thông thường. Quỹ ĐTMH không chỉ mang lại nguồn vốn khi startup cần nhất mà còn

có khả năng cung cấp các hỗ trợ về mặt chiến lược kinh doanh, kết nối đối tác chiến lược, tìm kiếm các nhà đầu tư vòng tiếp theo... cho doanh nghiệp. Một số nghiên cứu chỉ ra rằng, quỹ ĐTMH có quan hệ mật thiết với sự phát triển của hoạt động đổi mới sáng tạo tại doanh nghiệp<sup>2</sup>. Quỹ ĐTMH là một thành phần quan trọng trong thị trường đầu tư khởi nghiệp ở bất kỳ đâu, bên cạnh nguồn vốn đến từ chính phủ, các nhà đầu tư thiên thần, bạn bè, gia đình của doanh nhân khởi nghiệp, ngân hàng... Tuy nhiên, việc phát triển của các quỹ ĐTMH nói riêng và thị trường ĐTMH nói chung thường cần bàn tay hỗ trợ ban đầu của nhà nước, đặc biệt là ở các nước mà hệ sinh thái KNST đang ở bước phát triển ban đầu. Ví dụ, tại Israel, sự xuất hiện của Quỹ Yozma của nhà nước vào

<sup>1</sup><https://www.investopedia.com/terms/v/vc-fund.asp>.

<sup>2</sup><http://press.uchicago.edu/ucp/books/book/distributed/l/bo8844230.html>.

## Diễn đàn Khoa học - Công nghệ

những năm 1990 và đầu tư cho 10 quỹ ĐTMH tư nhân, mỗi quỹ 8 triệu USD, được cho là một trong những lý do chính khiến cho thị trường ĐTMH và hệ sinh thái KNST ở Israel phát triển như bây giờ.

Trong môi trường khởi nghiệp đang phát triển ở Việt Nam hiện nay, các startup cũng đang gặp phải vấn đề tương tự như ở đa phần các quốc gia khác trên thế giới, đó là khó khăn khi tiếp cận nguồn vốn đầu tư. Do đó, nguồn đầu tư từ các quỹ ĐTMH là vô cùng quan trọng. Song tới nay, nguồn vốn từ các quỹ ĐTMH vào Việt Nam còn rất nhỏ giọt. Theo báo cáo thường niên của Topica Founder Institute về ĐTMH, năm 2017 startup Việt Nam nhận được 291 triệu USD cho 92 thương vụ đầu tư. Mặc dù những con số này cho thấy sự tăng trưởng vượt bậc về thu hút đầu tư cho khởi nghiệp ở Việt Nam trong một vài năm trở lại đây (năm 2016 thu hút được 205 triệu USD, năm 2015 được 137 triệu USD)<sup>3</sup>, song đây vẫn là con số khá khiêm tốn so với tổng số vốn 7,86 tỷ USD vào Đông Nam Á năm 2017<sup>4</sup> và con số khoảng 3.000 startup có nhu cầu được đầu tư trong nước<sup>5</sup>.

Trước khi Nghị định 38 ra đời, chưa hề có quy định nào về đăng ký quỹ đầu tư dành riêng cho khởi nghiệp. Các đơn vị muốn thành lập quỹ đầu tư cho doanh nghiệp khởi nghiệp phải tuân theo các quy định khắt khe của Luật Chứng khoán về quỹ đầu tư chứng khoán, Luật Đầu tư và Luật Doanh nghiệp. Do đó, tính đến cuối năm 2017, mặc dù có hơn 40 quỹ ĐTMH có hoạt động

đầu tư vào Việt Nam nhưng hầu hết đây là các quỹ ngoại, đầu tư trực tiếp từ nước ngoài hoặc có văn phòng đại diện tại Việt Nam như CyberAgent Ventures, 500 Startups, ESP Capiptal nhưng chưa thành lập quỹ trong nước. Một số ít tập đoàn hoặc nhà đầu tư có tiềm lực tài chính lớn đầu tư cho khởi nghiệp thường đầu tư dưới hình thức công ty đầu tư (holding company) như FPT Ventures, Seedcom. Có lẽ chỉ có Quỹ DFJ-Vina Capital là thành lập dưới dạng quỹ theo Luật Chứng khoán do có tiềm lực lớn vì vừa thuộc mạng lưới các quỹ ĐTMH hàng đầu trên thế giới Draper Fisher Jurvetson (DFJ) vừa thuộc hệ thống quỹ của VinaCapital.

Theo nhiều nghiên cứu, đầu tư KNST hay ĐTMH giai đoạn đầu là câu chuyện đầu tư theo địa lý, do đó nhà đầu tư rất cần hiểu về khu vực địa lý mà mình đầu tư hoặc có nguồn thông tin tin cậy tại khu vực đó thì mới đầu tư. Vì vậy, việc tạo ra các hành lang pháp lý cởi mở, thu hút các quỹ đầu tư nước ngoài thành lập ở Việt Nam là cần thiết. Việc cho phép thành lập các quỹ đầu tư KNST của người Việt cũng không kém phần quan trọng để làm địa chỉ tin cậy cho các nhà đầu tư nước ngoài có thể đầu tư dưới dạng cổ đông, gián tiếp đầu tư vào startup trong nước. Ngoài ra, theo đánh giá của nhiều chuyên gia, nguồn lực đầu tư trong cộng đồng là rất lớn, nhưng nhiều nhà đầu tư, tổ chức, doanh nghiệp chưa có kinh nghiệm, kiến thức để trực tiếp đầu tư cho startup. Việc hợp pháp hóa quỹ đầu tư cho startup và các công ty quản lý những quỹ này sẽ là đầu mối hữu ích để thu hút và quản lý nguồn vốn đầu tư của những nhà đầu tư như vậy. Muốn thế, cần có các quy định phù hợp, đơn giản hơn so với các quy định

về quỹ đầu tư chứng khoán, bởi về bản chất, quỹ đầu tư KNST có những đặc tính hoàn toàn khác so với quỹ đầu tư chứng khoán thông thường, đó là họ chỉ đầu tư cho các doanh nghiệp mới thành lập, trong khi các quỹ đầu tư chứng khoán thông thường có thể đầu tư cho nhiều loại tài sản khác nhau. Quỹ đầu tư KNST cũng chấp nhận rủi ro cao hơn các quỹ đầu tư chứng khoán thông thường vì họ đầu tư vào những công ty mới thành lập. Chính vì rủi ro này, chỉ một số ít nhà đầu tư có “khẩu vị” rủi ro cao và chịu đầu tư dài hạn mới có thể tham gia, do đó số lượng các nhà đầu tư tham gia một quỹ đầu tư KNST thường chỉ có khoảng 5-10 nhà đầu tư so với hàng trăm nhà đầu tư có thể mua chứng chỉ của quỹ đầu tư chứng khoán.

### Những nội dung quan trọng của Nghị định 38

Nghị định 38 được ban hành với mục đích sẽ giải quyết các nhu cầu nêu trên. Nghị định này quy định một số nội dung quan trọng sau: (1) Công nhận hình thức đầu tư KNST; (2) Việc thành lập, tổ chức và quản lý các quỹ đầu tư cho doanh nghiệp nhỏ và vừa KNST (DNNVV KNST) và (2) Cơ chế sử dụng ngân sách địa phương để đối ứng đầu tư cho các doanh nghiệp KNST cùng các quỹ này.

Theo Nghị định 38, đầu tư KNST là việc nhà đầu tư bỏ vốn đầu tư để thực hiện hoạt động kinh doanh thông qua việc góp vốn thành lập, mua cổ phần, phần vốn góp của DNNVV KNST chưa phải là công ty đại chúng. Điều này thể hiện sự phân biệt rõ ràng với việc đầu tư theo Luật Chứng khoán, bao gồm rất nhiều loại tài sản: Cổ phiếu, trái phiếu, chứng chỉ quỹ; quyền mua cổ phần,

<sup>3</sup>Theo Startup Venture Deals Report 2017, Topica Founder Institute.

<sup>4</sup><https://www.techinasia.com/southeast-asia-sees-record-startup-funding-2017>.

<sup>5</sup>Theo báo cáo của E27, Singapore.

chúng quyền, quyền chọn mua, quyền chọn bán, hợp đồng tương lai, nhóm chứng khoán hoặc chỉ số chứng khoán. Việc gói gọn đối tượng đầu tư là vốn/cổ phần của DNNVV KNST là phù hợp với thông lệ quốc tế, đồng thời làm căn cứ để nói lỏng các điều kiện đối với hoạt động đầu tư KNST nói chung và quỹ KNST nói riêng tại Nghị định này.

Trên thực tế, quy định về thành lập quỹ đầu tư KNST đã đơn giản và phù hợp với hoạt động KNST hơn nhiều so với quy định của Luật Chứng khoán về thành lập quỹ đầu tư chứng khoán. Theo Luật Chứng khoán, đối với quỹ đại chúng, một trong số các điều kiện được thành lập quỹ là phải có ít nhất 100 nhà đầu tư, không kể nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp mua chứng chỉ quỹ và tổng giá trị chứng chỉ quỹ đã bán đạt ít nhất là 50 tỷ đồng (Điểm 1, Điều 90, Luật Chứng khoán); đối với quỹ thành viên: Vốn thực góp tối thiểu là 50 tỷ đồng và có tối đa 30 thành viên góp vốn là pháp nhân; vốn tối thiểu để được thành lập và hoạt động của công ty đầu tư chứng khoán là 50 tỷ đồng (Điều 96, Luật Chứng khoán). Tuy nhiên, theo Nghị định 38, quỹ đầu tư KNST do tối đa 30 nhà đầu tư góp vốn thành lập trên cơ sở Điều lệ quỹ, không có yêu cầu về số nhà đầu tư tối thiểu và không có quy định cụ thể tổng số vốn góp vào quỹ. Điều này tạo điều kiện cho các quỹ nhỏ, đầu tư ban đầu được thành lập như quỹ đầu tư được thành lập từ các tổ chức thúc đẩy kinh doanh (accelerator).

Hơn nữa, việc thành lập quỹ đầu tư KNST chỉ cần “thông báo” thay bằng phải “đăng ký” với cơ quan đăng ký kinh doanh (ĐKKD). Như vậy, các thủ tục này cũng đơn giản hơn rất nhiều so

với việc đăng ký thành lập các quỹ đầu tư chứng khoán thông thường. Cụ thể, chỉ mất trong vòng 25 ngày kể từ khi thành lập, quỹ đầu tư KNST đã có thể hoàn thành thủ tục thông báo và bắt đầu đi vào hoạt động (05 ngày làm việc kể từ ngày quỹ đầu tư KNST được thành lập, công ty thực hiện quản lý quỹ phải gửi thông báo kèm các tài liệu tới cơ quan ĐKKD; cơ quan ĐKKD có trách nhiệm xem xét tính hợp lệ của thông báo và các tài liệu kèm theo trong thời hạn 15 ngày làm việc, kể từ ngày nhận được thông báo. Trong thời hạn 05 ngày làm việc kể từ ngày thông báo thành lập quỹ hợp lệ, công ty thực hiện quản lý quỹ công bố thông tin về việc thành lập quỹ đầu tư KNST trên website và gửi bản sao thông báo thành lập quỹ cho Bộ KH&ĐT để công bố trên Cổng thông tin quốc gia hỗ trợ DNNVV. Quỹ chỉ được hoạt động sau khi thông tin của quỹ được công bố trên Cổng thông tin quốc gia hỗ trợ DNNVV). Các quy định về việc thông báo hoạt động tăng, giảm vốn, gia hạn hoạt động, giải thể, chuyển nhượng phần vốn góp cũng được nêu rõ và có quy định về thủ tục khá đơn giản trong Nghị định.

So với thông lệ quốc tế, Nghị định 38 cũng đã có nhiều điểm tương đồng. Cụ thể là, để đảm bảo hoạt động đầu tư cho KNST, Nghị định này quy định quỹ KNST đầu tư không quá 50% vốn điều lệ của DNNVV KNST sau khi nhận đầu tư. Đây là thông lệ quốc tế khi các quỹ ĐTMH thường chỉ đầu tư cho doanh nghiệp KNST và thoái vốn lấy lợi nhuận, phân biệt với quỹ PE (private equity) thường có các khoản đầu tư mua cổ phần chiếm quyền sở hữu. Các nhà đầu tư góp vốn thành lập quỹ KNST tự thỏa thuận về thẩm quyền quyết định danh mục đầu

tư và nội dung này phải được quy định tại điều lệ quỹ và hợp đồng với công ty thực hiện quản lý quỹ (nếu có). Quy định này nhằm tạo cơ chế tự kê khai, tự chịu trách nhiệm cho các đối tượng đầu tư KNST - bên cần hiểu rõ tính mạo hiểm cao của đầu tư KNST. Đồng thời quy định này cũng hạn chế danh mục đầu tư của quỹ đầu tư KNST vào các danh mục không thuộc phạm vi đầu tư KNST như chứng khoán, bất động sản, đa cấp...

Ngoài ra, Nghị định 38 cũng đưa ra những quy định về việc sử dụng ngân sách địa phương để đầu tư cho các DNNVV KNST. Nghị định quy định phương thức và hình thức mà các tổ chức tài chính nhà nước có thể đầu tư vào DNNVV KNST; các nguyên tắc đầu tư; phương thức lựa chọn quỹ đầu tư KNST để hợp tác đầu tư. Đây là những nền tảng cho việc triển khai cùng đầu tư vào doanh nghiệp KNST của các địa phương trên cơ sở chia sẻ rủi ro với tư nhân, cấp vốn mỗi thúc đẩy thêm dòng vốn tư nhân.

#### Một số lưu ý trong quá trình triển khai

Có thể nói, sự ra đời của Nghị định 38 đã giúp tạo lập một khung pháp lý để thúc đẩy và hỗ trợ việc đầu tư vào các DNNVV KNST. Việc này giúp cho các nhà đầu tư của các DNNVV KNST có căn cứ pháp lý vững chắc để tiến hành các hoạt động đầu tư của mình. Tuy nhiên, do Nghị định còn mới nên trong quá trình triển khai cần chú ý một số vấn đề sau:

Một là, theo thông lệ quốc tế, để giảm thiểu rủi ro cho nhà đầu tư, thông thường các nước yêu cầu nhà đầu tư vào quỹ phải có số tài sản, thu nhập hoặc/và kinh nghiệm đầu tư nhất định (ví dụ, nhà đầu tư được chứng nhận -

accredited investor - theo quy định của Hoa Kỳ phải có tổng tài sản ít nhất là 1 triệu USD hoặc thu nhập 200.000 USD/năm<sup>6</sup>). Tại Việt Nam, mặc dù Nghị định 38 đã quy định điều lệ quỹ phải ghi rõ về rủi ro khi đầu tư, nhưng lại không có tiêu chí cụ thể nào cho nhà đầu tư để tham gia vào quỹ. Điều này có mặt tích cực là giảm thiểu các thủ tục hành chính cho việc xác nhận điều kiện của nhà đầu tư tham gia vào quỹ, từ đó có khả năng thu hút được nhiều hơn nguồn vốn tham gia. Tuy nhiên, sự đơn giản hóa này cũng tiềm ẩn một số vấn đề nhất định, đặc biệt trong trường hợp nhà đầu tư có vốn ít, chưa hiểu rõ về rủi ro của việc đầu tư KNST, khi bị lỗ trong khoản đầu tư vào quỹ, có thể có phản ứng tiêu cực, gây dư luận chưa đúng về đầu tư KNST. Để tránh trường hợp này, các cơ quan liên quan nên tổ chức việc tuyên truyền, đào tạo để các nhà đầu tư có thể hiểu rõ về bản chất của đầu tư KNST và những rủi ro liên quan trước khi chấp nhận đầu tư.

*Hai là*, vấn đề về sử dụng vốn nhà nước cùng đầu tư cho KNST quy định tại Nghị định còn chưa cụ thể, ví dụ chưa có tiêu chí về việc quỹ đầu tư tư nhân có năng lực như thế nào thì được Nhà nước cùng đối ứng đầu tư (trừ quy định chung về 01 năm kinh nghiệm và khả năng tự trang trải kinh phí); cũng chưa có quy trình lựa chọn doanh nghiệp KNST để đầu tư (ví dụ quỹ đầu tư tư nhân sẽ lựa chọn doanh nghiệp KNST trước rồi Nhà nước đối ứng, hay cả Nhà nước và tư nhân cùng chọn...). Hơn nữa, với nguyên tắc

người đại diện vốn nhà nước phải có trách nhiệm bảo toàn và gia tăng giá trị vốn nhà nước đầu tư tại doanh nghiệp theo Luật Quản lý, sử dụng vốn nhà nước đầu tư vào sản xuất, kinh doanh tại doanh nghiệp, việc địa phương chấp nhận rủi ro đầu tư cho KNST có thể không dễ dàng. Để khắc phục tình hình này cần có sự sửa đổi, bổ sung đồng bộ về phía Luật Quản lý, sử dụng vốn nhà nước đầu tư vào sản xuất, kinh doanh tại doanh nghiệp theo hướng miễn trách nhiệm bảo toàn vốn đối với hoạt động đầu tư KNST hoặc đưa tiêu chí phù hợp cho việc đánh giá hoạt động đầu tư này. Ví dụ, ở nhiều nước, hiệu quả của đầu tư KNST thường không được đánh giá bằng việc bảo toàn và phát triển vốn mà bằng các chỉ tiêu như số việc làm tạo ra của doanh nghiệp KNST, số vốn đầu tư tiếp theo mà doanh nghiệp KNST thu được, số kết quả nghiên cứu được thương mại hóa thông qua các doanh nghiệp KNST được đầu tư...

*Ba là*, việc Nhà nước phải rút vốn trong vòng 5 năm kể từ khi đầu tư vào doanh nghiệp KNST có thể gây một phần khó khăn trong việc thu hút các quỹ đầu tư KNST tham gia đối ứng đầu tư. Cụ thể, hầu hết các quỹ đầu tư cho KNST là quỹ đóng, kéo dài khoảng 10 năm. Nếu trong vòng 5 năm mà Nhà nước rút vốn thì quỹ đó sẽ khó có đủ tiền để tiếp tục đầu tư cho doanh nghiệp KNST. Ngoài ra, việc tìm nhà đầu tư mua lại phần vốn góp của Nhà nước vào doanh nghiệp sau 5 năm cũng không phải dễ dàng. Thay vào đó, Nhà nước có thể cho phép (chứ không bắt buộc) nhà đầu tư đối ứng tư nhân mua lại cổ phần của Nhà nước sau 5

năm đầu tư. Điều này tương tự như kinh nghiệm của Quỹ Yozma đã rất thành công tại Israel.

*Cuối cùng*, nhiều chuyên gia cho rằng, việc cho phép thành lập và đối ứng đầu tư chỉ là một hình thức khuyến khích thành lập các quỹ ĐTMH. Thông thường để thực sự phát triển một thị trường đầu tư KNST lành mạnh và bền vững cần có đầy đủ hơn nữa các hình thức đầu tư, ví dụ đầu tư thiên thần, đầu tư từ các tổ chức thúc đẩy kinh doanh để có thể đưa doanh nghiệp khởi nghiệp qua thời kỳ ban đầu, làm nguồn cung cho các quỹ ĐTMH. Cũng cần những kênh đầu tư, thu hút vốn khác nhau như nền tảng gọi vốn cộng đồng (crowdfunding), nền tảng cho vay ngang hàng (P2P lending), từ đó mới tạo ra nguồn lực dồi dào và các doanh nghiệp KNST mạnh. Đặc biệt, cần có các chính sách liên quan đến hỗ trợ việc thoái vốn được thuận lợi như tạo ra thị trường thứ cấp để mua, bán trao đổi cổ phần của doanh nghiệp KNST hay những chính sách hỗ trợ về mua bán sáp nhập (M&A), ưu đãi thuế chuyển nhượng vốn... Hy vọng trong thời gian tới, cùng với Nghị định 38 sẽ có thêm các văn bản quy phạm pháp luật khác tạo thành hành lang pháp lý đầy đủ cho hoạt động KNST và hỗ trợ KNST tại Việt Nam, góp phần thúc đẩy sự phát triển của nền kinh tế và nâng cao năng lực cạnh tranh quốc gia ✍

<sup>6</sup>[https://www.sec.gov/files/ib\\_accreditedinvestors.pdf](https://www.sec.gov/files/ib_accreditedinvestors.pdf).