

Pháp luật về gọi vốn cộng đồng (crowdfunding): kinh nghiệm quốc tế và một số lưu ý đối với Việt Nam

Nguyễn Thúy Anh¹

Tóm tắt

Gọi vốn cộng đồng (crowdfunding) là một trong những hình thức huy động vốn quan trọng cho các doanh nghiệp khởi nghiệp, ngoài các hình thức huy động vốn truyền thống khác. Bên cạnh những lợi ích mang lại, hình thức này cũng tiềm ẩn nhiều rủi ro cho các bên liên quan. Vấn đề đặt ra là ai sẽ được phép thực hiện huy động vốn theo hình thức này? Các tổ chức trung gian tham gia hỗ trợ việc huy động vốn cần có những tiêu chuẩn nào để thực hiện hoạt động này? Cần có biện pháp hay quy định gì để hạn chế các gian lận, rủi ro trong hình thức huy động vốn này? Trên cơ sở tổng hợp các vấn đề lý thuyết chính liên quan đến gọi vốn cộng đồng, đặc biệt là hình thức gọi vốn nhằm mục tiêu sinh lời, tác giả nghiên cứu kinh nghiệm các quốc gia trên thế giới liên quan đến việc điều chỉnh hoạt động này, từ đó đưa ra các đề xuất về khuôn khổ pháp lý để phát triển gọi vốn cộng đồng một cách lành mạnh và hiệu quả tại Việt Nam.

Từ khóa: vốn cộng đồng, các vấn đề pháp lý

Abstract

Crowdfunding is one of the major forms of funding for startup businesses, in addition to other traditional sources of financing. Besides the benefits it may bring, this form also imposes many risks for the parties involved. The question is who will be allowed to raise fund from this channel? What criteria does the intermediary organization (platform) meet to implement this activity? What measures or regulations should be taken to minimize frauds and risks in crowdfunding? Based on the synthesis of theoretical issues related to crowdfunding, especially financial return crowdfunding, the author examines the experiences of worldwide countries concerning regulating this activity, then provides recommendations on the legal framework for developing an effective and healthy channel of funding for entrepreneurs in Vietnam.

Key words: crowdfunding, legal issues

1. Khái quát về các hình thức tài trợ phổ biến cho doanh nghiệp khởi nghiệp

¹ Khoa Quản trị Kinh doanh, Trường Đại học Ngoại thương, Email: nguyenthuyanhftu2014@gmail.com

Việc huy động vốn cho các doanh nghiệp khởi nghiệp, kể từ khi triển khai ý tưởng kinh doanh đến khi thành lập doanh nghiệp và phát triển, bao gồm các hình thức cơ bản như sau:

- *Nhà đầu tư thiên thần - Angel Investor*

Shane (2008, p. 14) đã đưa ra khái niệm nhà đầu tư thiên thần là người cung cấp vốn, dưới dạng nợ hoặc vốn chủ sở hữu từ nguồn vốn của bản thân để tài trợ cho một doanh nghiệp tư nhân do người khác làm chủ và quản lý, người này có thể là bạn bè hoặc các thành viên trong gia đình. Các nhà đầu tư thiên thần thường là các cá nhân giàu có, đã thành đạt, có thể đã về hưu và sẵn sàng hỗ trợ vốn cho các doanh nghiệp khởi nghiệp có mức độ rủi ro cao. Tuy vậy, đây là các dự án mà các nhà đầu tư thiên thần đã có hiểu biết và kinh nghiệm. Đồng thời, các nhà đầu tư muốn chia sẻ thông tin và kinh nghiệm và tận dụng mạng lưới sẵn có của họ để hỗ trợ doanh nghiệp khởi nghiệp. Bằng cách này, họ có thể góp phần vào sự phát triển cộng đồng.

- *Vốn ươm mầm- Seed Capital*

Là hình thức tài trợ giai đoạn đầu của dự án khởi nghiệp và thường là các khoản đầu tư giá trị nhỏ để hỗ trợ việc triển khai các ý tưởng khởi nghiệp. Tài trợ ươm mầm có hai loại: ươm mầm và tiền ươm mầm. Tài trợ tiền ươm mầm thường liên quan đến hoạt động nghiên cứu và phát triển, sản xuất mô hình thử nghiệm hoặc lập kế hoạch liên quan đến các hoạt động nghiên cứu thị trường. Tài trợ ươm mầm thường được sử dụng cho giai đoạn đầu của giai đoạn khởi nghiệp (Deakins & Freel, 2003).

- *Vốn đầu tư mạo hiểm- Venture Capital*

Theo Deakins & Freel (2003), vốn đầu tư mạo hiểm là hình thức đầu tư cho các doanh nghiệp chưa niêm yết có tiềm năng tăng trưởng cao nhằm mục tiêu tạo ra mức sinh lời lớn do mức rủi ro tăng thêm và tính thanh khoản kém của khoản đầu tư. Các quỹ đầu tư mạo hiểm tiến hành tuyển chọn khá kỹ khi quyết định đầu tư. Các quỹ này có xu hướng đầu tư vào các công ty phát triển các công nghệ sáng tạo và có tiềm năng phát triển, có mô hình kinh doanh ổn định. Họ mong muốn thoái vốn sau một thời gian nhất định và chủ yếu đầu tư vào giai đoạn tăng trưởng của doanh nghiệp. Đây là nguồn vốn được quản lý một cách chuyên nghiệp. Các nhà đầu tư mạo hiểm thường tìm kiếm các doanh nghiệp khởi nghiệp trẻ có tiềm năng tăng trưởng mạnh và cần nguồn vốn lớn để phát triển (Smith et al., 2011). Các công ty/quỹ đầu tư mạo hiểm thực hiện cấp vốn, hỗ trợ tư vấn và chuyên môn cho các công ty mà họ đầu tư. Do vậy, các quỹ đầu tư mạo hiểm thường tập trung vào một ngành cụ thể thay vì đa dạng hóa việc đầu tư vào các lĩnh vực khác nhau (Norton & Tenenbaum, 1993). Các nghiên cứu cũng cho thấy, nếu các nhà đầu tư mạo

hiếm tiến hành đầu tư bên ngoài ngành thể mạnh của họ thường khó có thể thoái vốn thành công (Johansen, 2014).

- *Gọi vốn cộng đồng (crowdfunding)*

Là hình thức huy động vốn vay hoặc vốn chủ sở hữu từ cộng đồng được thực hiện thông qua một giao diện (platform) kết nối nhà đầu tư và người cần vốn. Hình thức này phát triển cùng với sự phát triển của công nghệ thông tin, do đó tạo ra nền tảng để huy động tài trợ từ cộng đồng.

Bảng 1. Các hình thức huy động vốn tương ứng với các giai đoạn phát triển của doanh nghiệp khởi nghiệp

Hình thức tài trợ	Giai đoạn nghiên cứu và phát triển	Giai đoạn khởi nghiệp	Giai đoạn đầu tăng trưởng	Giai đoạn tăng trưởng
Tự tài trợ				
Tài trợ từ gia đình, bạn bè				
Gọi vốn cộng đồng (crowdfunding)				
Nhà đầu tư thiên thần				
Vốn ươm mầm				
Quỹ đầu tư mạo hiểm				

Nguồn: Smith et al 2011

2. Một số điểm đặc trưng của gọi vốn cộng đồng

2.1. Lịch sử ra đời

Crowdfunding bắt nguồn từ thuật ngữ “crowdsourcing” (tạm dịch là thuê ngoài từ cộng đồng) được Jeff Howe và Mark Robinson sử dụng trong tạp chí Wired Magazine năm 2006 về công nghệ cao. Sau đó, Kleemann et al. (2008) đã đưa ra một thuật ngữ khá hoàn chỉnh: “Crowdsourcing được thực hiện khi một công ty thuê ngoài một số hoạt động nhằm phục vụ cho việc bán hàng ra công chúng theo hình thức truyền thông trên Internet với mục đích kêu gọi các cá nhân tự nguyện đóng góp vào quá trình sản xuất của doanh nghiệp không trả phí hoặc số tiền phải trả ít hơn giá trị mà các cá nhân đó đóng góp vào công ty”. Nói cách khác, các công ty này tạo ra giá trị bằng cách sử dụng khách hàng như

một đội quân đặc nhiệm tình nguyện và không phải trả phí. Cũng theo Kleemann, crowdsourcing có các hình thức chính sau:

- *Người tiêu dùng tham gia vào quá trình phát triển và thiết kế quy cách sản phẩm:* Các công ty hỏi ý kiến, nhận xét của khách hàng về các sản phẩm hiện tại và tương lai.
- *Thiết kế sản phẩm:* Các công ty hỏi ý kiến về một sản phẩm mới để phát triển từ A đến Z.
- *Thấu cạnh tranh về một vấn đề/nhiệm vụ cụ thể:* Các công ty hỏi ý kiến về giải pháp đối với một vấn đề vướng mắc.
- *Đánh giá sản phẩm:* Hỏi ý kiến về sản phẩm hiện tại.
- *Hỗ trợ khách hàng với khách hàng:* Công ty kêu gọi các khách hàng hỗ trợ các khách hàng khác và sử dụng thông tin này để thiết kế sản phẩm.

Bằng việc tham gia vào quá trình thiết kế và cải tiến sản phẩm, người tiêu dùng có thể góp phần tạo giá trị cho công ty. Ngoài ra, điều này cũng góp phần giảm thời gian thiết kế sản phẩm mới cũng như giảm chi phí, được khách hàng dễ chấp nhận hơn và tăng nhận thức của khách hàng về tính mới của sản phẩm.

Thuật ngữ gọi vốn cộng đồng (crowdfunding) lần đầu tiên được sử dụng là trang web Sellaband kêu gọi tài trợ cho các nhạc sỹ, trong đó cho phép các cá nhân kêu gọi ủng hộ tài chính để thu âm một đĩa nhạc. Đổi lại, các cá nhân tài trợ sẽ nhận được một đĩa thu hoặc một phần doanh thu (Alban Metelka, 2014). Theo thời gian, các trang web này gia tăng, kéo theo nhiều doanh nghiệp khởi nghiệp sử dụng hình thức này để gọi vốn.

2.2. Các hình thức phổ biến

Gọi vốn cộng đồng có các hình thức phổ biến như sau:

- *Kêu gọi từ thiện:* Các nhà đầu tư góp tiền cho những người phát động chương trình và không nhận một lợi ích vật chất hữu hình nào từ việc góp tiền này.
- *Kêu gọi dựa trên nhận phần thưởng:* Các nhà đầu tư góp tiền và nhận một hình thức quà thưởng cho sự đóng góp của mình.
- *Kêu gọi dựa trên lòng trung thành:* Nhà đầu tư góp tiền và nhận một phần doanh thu dựa trên phần đóng góp của mình.
- *Kêu gọi dựa trên góp vốn:* Các nhà đầu tư góp tiền và nhận giấy chứng nhận góp vốn.
- *Kêu gọi dựa trên cho vay:* Nhà đầu tư cho vay và sẽ nhận được khoản tiền gốc có thể kèm thêm lãi hoặc không.

Trong 5 hình thức trên, 2 hình thức huy động dựa trên cho vay và góp vốn từ cộng đồng được coi là những hình thức huy động vốn sinh lời, do đó gọi là huy động vốn từ cộng đồng nhằm mục tiêu sinh lời (financial return crowdfunding). Bài viết này khi đề

cập đến gọi vốn cộng đồng chủ yếu đề cập đến 2 hình thức này do nó có nhiều đặc điểm tương tự như việc huy động vốn trên thị trường tài chính và cần có sự điều chỉnh của luật pháp chặt chẽ hơn.

Việc huy động vốn vay từ cộng đồng được thiết lập thông qua một nền tảng (platform) kết nối người đi vay và cho vay để cung cấp các khoản vay không đảm bảo. Người đi vay có thể là các cá nhân hoặc doanh nghiệp. Người cho vay cung cấp các khoản vay nhỏ và được tập hợp trên một platform với một mức lãi suất quy định tại giao diện này. Lãi suất thường cao hơn lãi gửi tiết kiệm nhưng thấp hơn các khoản cho vay thông thường.

Huy động vốn chủ sở hữu từ cộng đồng thường diễn ra trong giai đoạn đầu của các doanh nghiệp khởi sự chưa thể huy động vốn trên thị trường vốn chính thức do quy mô nhỏ và chưa trưởng thành. Mặc dù huy động vốn từ cộng đồng mới chiếm một tỷ trọng nhỏ trong tổng vốn huy động trên thị trường nhưng cùng với sự phát triển của công nghệ thông tin, đây là hình thức huy động hứa hẹn sẽ phát triển mạnh mẽ trong tương lai.

Bảng 2. Giá trị vốn huy động từ gọi vốn cộng đồng trên thế giới 2012-2015

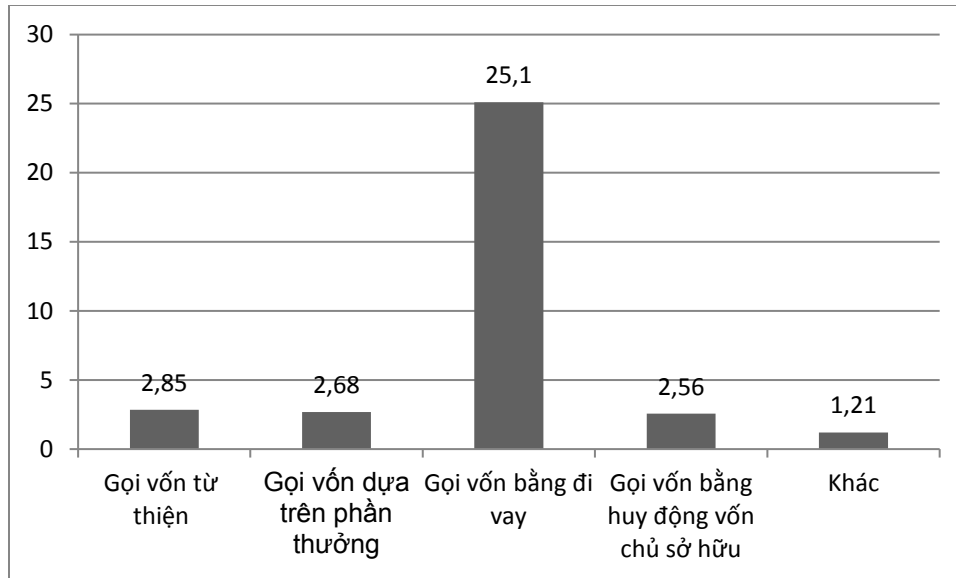
Năm	2012	2013	2014	2015
Giá trị (tỷ USD)	2,7	6,1	16,2	34,4
Tỷ lệ tăng trưởng (%)		340%	265%	212%

Nguồn: Massolution 2015

Theo bảng 1, giá trị vốn huy động từ hình thức gọi vốn cộng đồng trên toàn cầu tăng mạnh qua các năm, từ 2,7 tỷ USD năm 2012 lên tới 34,4 tỷ USD năm 2015. Theo hình 1, năm 2015, cho vay từ gọi vốn cộng đồng vẫn chiếm tỷ trọng nhiều nhất. Các hình thức còn lại như gọi vốn từ thiện, gọi vốn dựa trên phần thưởng, gọi vốn chủ sở hữu có giá trị tương tự như nhau.

Hình 1. Giá trị gọi vốn cộng đồng năm 2015

Đơn vị: tỷ USD



Nguồn: Massolution 2015

2.3. Lợi ích của gọi vốn cộng đồng

Gọi vốn cộng đồng đem lại những lợi ích sau cho doanh nghiệp và xã hội:

- Giúp tăng trưởng kinh tế thông qua một dòng vốn huy động ngày càng gia tăng đối với các doanh nghiệp nhỏ và vừa và các chủ thể khác trong nền kinh tế.
- Cung cấp nguồn vốn vay mà ngân hàng không thể đáp ứng được: Các ngân hàng bị hạn chế bởi các quy định cho vay và quản trị rủi ro tín dụng đặc biệt đối với các khoản cho vay không có tài sản đảm bảo, cho vay cá nhân. Hình thức huy động này sẽ bổ sung nguồn vốn thiếu hụt của các doanh nghiệp nhỏ.
- Chi phí thấp hơn, lợi nhuận cao hơn: do không mất chi phí trung gian.
- Cung cấp sản phẩm mới trong danh mục đầu tư đa dạng hóa của nhà đầu tư.
- Hiệu quả về chi phí: so với ngân hàng, các giao diện điện tử không mất nhiều chi phí đầu tư cho cơ sở hạ tầng và con người.
- Thuận tiện: Người sử dụng có thể dễ dàng sử dụng và tiếp cận.

2.4. Các rủi ro

Gọi vốn cộng đồng mặc dù đem lại nhiều lợi ích cho doanh nghiệp khởi nghiệp nhưng tiềm ẩn một số rủi ro sau:

- *Rủi ro phá sản của người huy động*

Vì đây là kênh huy động vốn từ cộng đồng, việc huy động vốn chủ yếu dựa vào uy tín và lòng tin, không đòi hỏi tài sản đảm bảo khi huy động nên việc người huy động có khả năng phá sản là khá cao. Prosper, một trong những giao diện huy động vốn vay từ cộng đồng lớn nhất nước Mỹ, bắt đầu từ năm 2006 nhưng chấp nhận mức điểm tín dụng của người đi vay khá thấp, từ mức 520 điểm trở lên. Năm 2009, Ủy ban Chứng khoán Mỹ đã

ra lệnh phạt Prosper vì phát hành chứng khoán không đăng ký. Giao diện này đã phải đóng cửa trong vòng 6 tháng để sắp xếp lại các tài khoản và nâng mức điểm tín dụng tối thiểu lên 660 điểm để đáp ứng yêu cầu của Ủy ban Chứng khoán Hoa kỳ (Lieber, 2011) .

Một trong những cách thức để hạn chế rủi ro vỡ nợ là một số giao diện yêu cầu nhà đầu tư phải đa dạng danh mục của mình bằng cách quy định, nhà đầu tư chỉ được cho vay một số tiền nhỏ và đối với nhiều khoản cho vay khác nhau. Mặt khác, các giao diện này còn yêu cầu, các nhà đầu tư phải thận trọng và sáng suốt đánh giá các rủi ro trước khi ra quyết định cho vay. Một cách khác là yêu cầu mua bảo hiểm và các công ty bảo hiểm này sẽ chi trả nếu người đi vay phá sản.

- *Rủi ro của giao diện huy động vốn (platform)*

Rủi ro liên quan đến giao diện huy động vốn bị đóng cửa. Nếu giao diện huy động vốn bị đóng cửa, sẽ khiến cho việc cho vay của nhà đầu tư có thể không thể được hoàn trả gốc. Một ví dụ điển hình là Quackle, năm 2011 đã bất ngờ đóng cửa và không thông báo cho các nhà cho vay và đi vay (Morre et al 2011). Do đó, nhà đầu tư mất trắng khoản cho vay của mình. Trong nhiều mô hình kinh doanh, các giao diện cho vay này sẽ lập các tài khoản độc lập, theo đó, tiền của khách hàng sẽ vào một tài khoản riêng. Nếu giao diện đóng cửa, số tiền này có thể chuyển qua một tổ chức khác quản lý. Thậm chí một số giao diện còn lập một kế hoạch giải quyết tranh chấp và phá sản, vạch rõ các trách nhiệm theo hợp đồng của giao diện huy động vốn trong việc kết nối các khoản vay giữ người cho vay và đi vay. Điều này sẽ giảm bớt tác động của rủi ro giao diện nhưng nhìn chung, đây không phải là mô hình kinh doanh thống nhất trên thế giới cũng như chưa có quy định pháp luật về việc phải có kế hoạch dự phòng như trên trong trường hợp platform sập.

- *Rủi ro gian lận*

Rủi ro này tương tự như các tổ chức tín dụng khác như rủi ro mất cắp, rửa tiền, tài trợ cho khủng bố hoặc vi phạm quyền bảo vệ bí mật cá nhân. Tuy vậy, khi sử dụng nền tảng Internet, rủi ro này sẽ cao hơn. Một số quốc gia quy định, bản thân ngành này sẽ phải tự đặt ra các quy định để phòng ngừa rủi ro. Một số giao diện phải kiểm tra thủ công đối với từng người đi vay về động cơ gian lận trước khi cho phép quảng cáo cho nhà đầu tư, một số khác sử dụng thông tin của bên thứ ba như kiểm tra nhân thân của người đi vay trước khi được huy động vốn vay. Tuy vậy, hầu hết các giao diện này lại ít khi yêu cầu kiểm tra người cho vay để xem có vi phạm các quy định về chống rửa tiền hay không. Rủi ro gian lận cũng có thể cao trong huy động vốn chủ sở hữu vì nhà đầu tư có rất ít thông tin về việc đầu tư.

- *Thông tin bất cân xứng và chất lượng thông tin*

Do việc huy động vốn chủ yếu thực hiện trực tuyến, người đi vay và người cho vay có rất ít các thông tin về nhau. Do vậy, thông tin bất cân xứng là phổ biến. Rủi ro này có thể

hạn chế bằng việc sử dụng các template chuẩn hóa, cung cấp nhiều thông tin cứng và minh bạch về người đi vay, các quy định về kế toán và công bố về mục đích sử dụng khoản vay. Đối với huy động vốn chủ, việc công bố thông tin và minh bạch hóa về tình hình tài chính của người huy động có thể hỗ trợ nhà đầu tư quyết định đúng đắn hơn.

- *Rủi ro thua lỗ của nhà đầu tư*

Các nhà đầu tư trong hình thức này chủ yếu là nhỏ lẻ và thiếu kinh nghiệm, kiến thức về đầu tư, dẫn đến có thể bị thua lỗ nhiều hơn.

- *Rủi ro thanh khoản*

Do không có thị trường thứ cấp để giao dịch, trao đổi các khoản đầu tư này, các nhà đầu tư có thể cũng không nhận thức hết rủi ro của việc bỏ tiền vào những khoản đầu tư không có tính thanh khoản trong khi các nhà kêu gọi góp vốn lại ra sức quảng cáo về cơ hội đầu tư với mức sinh lời cao và ít có khả năng thất bại.

- *Rủi ro bị tin tặc tấn công*

Rủi ro về an toàn mạng cũng có thể dẫn đến việc mất cắp, thiệt hại. Do đó các giao diện cần đảm bảo có đủ nguồn lực kỹ thuật để phòng ngừa các nguy cơ này.

3. Kinh nghiệm thế giới về việc thiết lập khuôn khổ pháp lý điều chỉnh hoạt động gọi vốn cộng đồng

Xuất phát từ những rủi ro như trên, liên quan đến gọi vốn cộng đồng, hiện nay, hầu hết các quốc gia đều hạn chế hoặc cấm các hành vi này. Tuy vậy, cùng với sự tăng trưởng về nguồn vốn huy động qua hình thức này và lợi ích của nó đối với các doanh nghiệp khởi nghiệp, các quy định pháp luật có xu hướng nới rộng để tạo điều kiện cho việc huy động vốn thông qua kênh này.

3.1 Một số quy định chung

- *Liên quan đến hoạt động cho vay từ cộng đồng*

Một số hệ thống luật pháp không điều chỉnh crowdfunding do ít thông tin về hình thức huy động vốn này đồng thời do quy mô vốn huy động quá nhỏ (ví dụ Thổ Nhĩ Kỳ, Anh). Tuy vậy, các quốc gia này vẫn có luật bảo vệ người đi vay như bảo vệ chống lại việc lãi suất không công bằng, việc cấp tín dụng không công bằng hoặc quảng cáo sai sự thực (Anh). Một số nước lại điều chỉnh hình thức huy động vốn này như một trung gian hoặc môi giới tài chính (Australia, Canada). Điều này đòi hỏi các platform phải đăng ký như một trung gian tài chính và phải đáp ứng các yêu cầu như cấp phép... Một số quốc gia yêu cầu các trung gian này hoạt động như một loại ngân hàng (Đức, Pháp). Vì vậy, các platform này cũng phải có giấy phép thành lập ngân hàng, đáp ứng yêu cầu về công bố thông tin và tuân thủ các quy định khác của ngân hàng. Đối với các quốc gia quy định như vậy, việc huy động vốn cộng đồng rất hạn chế. Một số quốc gia thì cấm việc cho vay từ cộng đồng (Israel, Nhật) (Eleanor và cộng sự, 2014).

- Đối với hình thức góp vốn từ cộng đồng

Có hai hình thức quy định pháp luật chính. Thứ nhất là cấm huy động vốn góp từ cộng đồng, thứ hai là quy định việc huy động là hợp pháp nhưng yêu cầu tiêu chuẩn gia nhập rất cao, khiến cho thị trường vốn huy động từ cộng đồng không phát triển.

3.2. Một số quy định pháp luật liên quan đến huy động vốn cộng đồng tại một số quốc gia cụ thể

3.2.1. Australia

- Đối với cho vay từ cộng đồng

Các giao diện huy động vốn vay cần được đăng ký và có giấy phép đối với việc cung cấp các dịch vụ tài chính. Ngoài ra, còn có các yêu cầu về vốn cũng như các quy định về trách nhiệm cho vay (ASIC-Australian Securities and Investments Commission). Do đó, dẫn đến chi phí gia nhập ngành cao và làm giảm khả năng cạnh tranh so với các tổ chức cho vay truyền thống khác. Tại Australia, chỉ có một tổ chức duy nhất-SocietyOne được thực hiện hoạt động này và chỉ dành riêng cho các khách hàng tổ chức (Eleanor, 2014).

- Đối với huy động vốn chủ sở hữu.

Theo Luật Công ty năm 2001 của Australia, giao diện này cần đáp ứng các yêu cầu giấy phép đối với một trung gian tài chính, yêu cầu công bố thông tin về sản phẩm và tổ chức, yêu cầu về thẩm tra công ty và kiểm soát các khoản đầu tư huy động từ giao diện này.

Đặc biệt, Luật Công ty sửa đổi năm 2017 vừa được thông qua đã thể hiện một bước tiến trong việc hỗ trợ các hoạt động gọi vốn chủ sở hữu từ cộng đồng của Australia khi đặt ra các quy định cụ thể cho các bên tham gia vào hoạt động này. Theo luật này, các công ty được phép huy động tối đa 5 triệu đôla Australia thông qua hình thức gọi vốn chủ sở hữu từ cộng đồng. Ngoài ra, hình thức gọi vốn cộng đồng chỉ giới hạn với những công ty đại chúng chưa niêm yết, với tổng tài sản và doanh thu dưới 25 triệu đôla Australia. Quy định đã hạn chế rất nhiều các công ty đại chúng của Australia được thực hiện hình thức huy động vốn này. Các công ty nước ngoài hoạt động tại Australia cũng không được phép tham gia hình thức này. Mặt khác, đối với các tổ chức trung gian thực hiện huy động vốn, cũng cần phải xin cấp giấy phép thực hiện dịch vụ tài chính, tuân thủ một loạt các quy định như giám sát các công ty huy động vốn qua tổ chức của mình. Australia cũng chỉ giới hạn mức vốn tối đa mà nhà đầu tư có thể bỏ vào 1 công ty là 10.000 đôla Úc².

3.2.2. New Zealand

² <http://theconversation.com/australia-finally-has-crowd-sourced-equity-funding-but-theres-more-to-do-74921>, truy cập ngày 20/7/2017.

Hiện nay các tổ chức thực hiện huy động cho vay cộng đồng đang được coi như các công ty phát hành chứng khoán nợ. Tổ chức trung gian (platform) sẽ được coi như bên trung gian và cùng chịu trách nhiệm theo Luật chứng khoán năm 1978. Các nghĩa vụ bao gồm: đăng ký cáo bạch đối với các khoản nợ và đảm bảo, các nhà đầu tư được nhận được một chứng chỉ đầu tư liên quan khoản nợ đó. Tuy vậy, điều khoản này đã hạn chế việc thành lập các giao diện huy động nợ cộng đồng tại New Zealand.

Luật về thị trường tài chính năm 2014 (Luật FMC- Financial Markets Conduct Regulations 2014) được coi là khuyến khích hình thức này vì các giao diện huy động vốn chủ sở hữu từ cộng đồng sẽ được cấp phép đặc biệt mà không phải tuân thủ theo các quy định công bố thông tin chặt chẽ hiện hành. Các giao diện này sẽ chỉ phải tuân thủ các nghĩa vụ giao dịch công bằng, theo Điều 2 của Luật FMC năm 2014. Điều này có nghĩa là các bên huy động vốn phải có nghĩa vụ tránh không thực hiện các hành vi gian lận, phi đạo đức.

Theo Eleanor 2014, yêu cầu đối với các tổ chức trung gian bao gồm:

- Giám đốc và quản lý cấp cao của các trung gian huy động vốn cộng đồng phải đáp ứng được yêu cầu là những cá nhân “phù hợp và hợp lý”.
- Các tổ chức trung gian này có “khả năng hoạt động hiệu quả” và đáp ứng các yêu cầu tối thiểu về kinh doanh.
- Tổ chức phải có hệ thống, quy trình minh bạch, trật tự, công bằng để cung cấp dịch vụ.
- Tổ chức phải duy trì các biện pháp giám sát hiệu quả, tuân thủ với các nghĩa vụ hoặc nhận diện những thay đổi trọng trọng yếu.
- Tổ chức phải báo cáo một số vấn đề nhất định với Cơ quan quản lý thị trường vốn NZ (FMA- Financial Markets Authority), như khả năng trả nợ, các thay đổi trọng yếu...
- Tổ chức phải cung cấp báo cáo công bố thông tin cho nhà đầu tư nhưng không nhất thiết phải chi tiết như bản cáo bạch dạng đầy đủ.
- Nhà đầu tư không được phép đầu tư quá 2 triệu đôla New Zealand trong 1 năm thông qua những cách thức công bố ít thông tin. Đồng thời cũng quy định mức vốn giới hạn mà các nhà đầu tư cá nhân phải tuân thủ khi đầu tư trong 1 năm.
- Các trung gian phải thực hiện việc nhận diện cơ bản các nhà đầu tư và huy động vốn.
- Các trung gian phải ký hợp đồng bằng văn bản đối với nhà đầu tư.
- Các trung gian phải là thành viên của một tổ chức giải quyết tranh chấp.

3.2.3. Hoa Kỳ

Theo quy định của Mỹ, tại cấp Liên bang, mỗi platform sẽ phải đăng ký với SEC- Ủy ban Chứng khoán Hoa Kỳ. Ngoài ra, mỗi khoản nợ từ platform này cũng phải đăng ký

với SEC. Các platform này cũng được coi như một công ty đại chúng, phải công bố tình hình tài chính, nguồn gốc các khoản cho vay... Dưới liên bang sẽ là quy định của các bang. Một số bang thì cấm việc thực hiện huy động vốn cộng đồng thu lợi như Texas. Một số khác hạn chế các nhà đầu tư tham gia giao diện huy động vốn (như bang California). Ngoài ra, nếu một platform thực hiện hoạt động giữa các bang, nó phải tuân thủ quy định của từng bang trừ khi platform này trở thành một công ty đại chúng thông qua việc phát hành cổ phiếu ra công chúng.

Việc ban hành Luật Jumpstart Our Business Start-ups Act (JOBS Act): Luật JOBS Act đã mở ra cơ hội đầu tư cho các doanh nghiệp khởi nghiệp và chính thức có hiệu lực từ ngày 23/9/2013.

Theo hướng dẫn của SEC, căn cứ vào luật này, các công ty gọi vốn có thể huy động vốn cộng đồng với mức vốn tối đa trong thời gian 12 tháng là \$1070000. Các nhà đầu tư cá nhân cũng bị hạn chế về giá trị đầu tư trong thời gian 12 tháng như sau:

- Nếu thu nhập hàng năm hoặc giá trị ròng lớn của nhà đầu tư nhỏ hơn 107000 USD, nhà đầu tư sẽ bị hạn chế mức đầu tư ở mức 2200 USD hoặc 5% thu nhập hàng năm hoặc giá trị ròng, tùy giá trị nào nhỏ hơn.

- Nếu cả thu nhập hàng năm hoặc giá trị ròng của nhà đầu tư cá nhân bằng hoặc lớn hơn 107000 USD thì mức giới hạn là 10% của thu nhập hàng năm hoặc giá trị ròng, tùy giá trị nào thấp hơn.

Trong thời gian 12 tháng, tổng giá trị vốn huy động từ một nhà đầu tư cũng không được vượt quá 107000 USD, cho dù thu nhập của nhà đầu tư như thế nào đi nữa.

Ví dụ như bảng 3 sau:

Bảng 3. Ví dụ về việc xác định giới hạn đầu tư trong crowdfunding tại Mỹ

Thu nhập hàng năm của nhà đầu tư	Giá trị ròng của nhà đầu tư	Việc tính toán	Giới hạn đầu tư
\$30,000	\$105,000	Giá trị lớn hơn của \$2,200 hoặc 5% của \$30,000 (\$1,500)	\$2,200
\$150,000	\$80,000	Giá trị lớn hơn của \$2,200 hoặc 5% của \$80,000 (\$4,000)	\$4,000
\$150,000	\$107,000	10% của \$107,000 (\$10,700)	\$10,700
\$200,000	\$900,000	10% của \$200,000 (\$20,000)	\$20,000
\$1,200,000	\$2,000,000	10% của \$1,200,000 (\$120,000), tối đa là \$107,000	\$107,000

Nguồn: <https://www.sec.gov/info/smallbus/secg/rccomplianceguide-051316.htm>

Đối với các giao diện huy động vốn (platform): phải là công ty môi giới hoặc trung gian huy động vốn đã đăng ký với SEC và Tổ chức quản lý lĩnh vực tài chính FINRA (Financial Industry Regulatory Authority).

Cũng theo SEC, về việc công bố thông tin đối với các công ty huy động, các doanh nghiệp này phải nộp Mẫu C cho SEC, trong đó công bố thông tin về đội ngũ điều hành, các chủ sở hữu chiếm hơn 20% vốn của công ty, mô tả lĩnh vực kinh doanh, việc sử dụng nguồn vốn được huy động, giá cổ phiếu (nếu có) hoặc cách thức xác định giá, mức vốn dự định huy động...

Các doanh nghiệp phát hành bị hạn chế quảng cáo và chỉ được công bố các thông tin về việc gọi vốn theo điều 4(a)(6) của Luật chứng khoán bao gồm tên tổ chức trung gian (platform), đường link về việc gọi vốn, thông tin về tư cách pháp nhân, địa điểm của doanh nghiệp phát hành...

Các khoản vốn đầu tư thông qua hình thức gọi vốn cộng đồng cũng không được bán trong vòng 1 năm, trừ trường hợp bán cho công ty gọi vốn, cho các nhà đầu tư đủ tiêu chuẩn hoặc đã được quy định từ đầu hoặc bán cho các thành viên trong gia đình, quỹ tín thác do người mua quản lý...

3.2.4. Trung Quốc

Gọi vốn cộng đồng ở Trung Quốc phát triển hơi khác với các quốc gia khác khi các chủ dự án chủ yếu sử dụng crowdfunding để marketing, thu hút đám đông nhiều hơn là gọi vốn từ đám đông. Ví dụ điển hình ngôi sao nhạc rock Trung quốc Feng Wang đã phát động một chiến dịch crowdfunding vào tháng 7/2014 để truyền thông cho đêm hòa nhạc của mình tại Bắc Kinh. Kết quả là mặc dù chiến dịch chỉ cần đạt mục tiêu huy động khoảng 500 USD nhưng đã thu hút được sự ủng hộ rất lớn của công chúng. Một ví dụ khác là CEO của công ty Qihoo, ông Hongyi Zhou đã truyền thông và phát hành quyển sách thông qua hình thức crowdfunding như một phần thưởng cho các nhà đầu tư của mình (Tao Zang và cộng sự, 2014). Thực tế này là do Trung Quốc quy định các website huy động vốn cộng đồng đều phải quy định rõ, phần thưởng dành cho các nhà đầu tư là các khoản vật chất hữu hình vì việc mua bán cổ phần hoặc cam kết trả tiền trong tương lai đều có thể được coi là huy động vốn bất hợp pháp theo luật Trung Quốc. Theo đó, các công ty hoặc cá nhân không đăng ký sẽ không được phép bán cổ phần ra công chúng. Do đó, các website tại Trung Quốc như Demohour được coi là kênh marketing và tiền bán hàng nhiều hơn là huy động vốn.

Tuy vậy, một trong những thay đổi lớn của Trung quốc là tháng 1 năm 2015, 8 platform trung gian huy động vốn chủ sở hữu từ cộng đồng đã được Hiệp hội chứng khoán Trung quốc (SAC) cấp phép thành viên để chính thức hoạt động. Điều này được thực hiện sau khi Trung Quốc ban hành một văn bản tạo điều kiện cho crowdfunding vào

tháng 12/2014 là Quy định về Crowdfunding (Jing Li 2016). Cũng trong năm 2015, 10 cơ quan quản lý nhà nước của Trung Quốc, bao gồm Ngân hàng Nhà nước, Ủy ban Quản lý ngân hàng Trung Quốc, Ủy ban Quản lý bảo hiểm Trung Quốc, Văn phòng công nghệ thông tin Internet Trung Quốc đã cùng ban hành Hướng dẫn khuyến khích phát triển tài chính trên Internet một cách lành mạnh. Đây là một trong những tiền đề để tạo điều kiện cho crowdfunding phát triển tại quốc gia tiềm năng này.

4 Một số kiến nghị cho Việt Nam

Gọi vốn cộng đồng ở Việt Nam chưa phổ biến nhưng đã có những sự phát triển ban đầu. Có nhiều nền tảng trang web crowdfunding ra đời, phát triển và nhận được đông đảo niềm tin từ cộng đồng, như FirstStep, Comicola, Fundstart, Charity Map, FundingVN... Trong đó, Comicola được biết đến như một trang gây quỹ chuyên dành cho mảng truyện tranh và là một tổ chức đáng tin cậy với nhiều dự án đã funding thành công. Charity Map thì lại chuyên về đóng góp gây quỹ từ thiện với rất nhiều chương trình và ý tưởng nhằm ủng hộ, giúp đỡ đối tượng khó khăn để funding thành công và đạt được sự quan tâm chú ý cao từ cộng đồng. Nổi bật là với sự đa dạng trong nhiều lĩnh vực về start up – khởi nghiệp như: nông nghiệp, phần mềm, giải trí, games, từ thiện... Mặt khác, hệ thống thanh toán qua ví điện tử hoàn trả tiền tự động và linh hoạt, minh bạch, dễ quản lý danh sách những người đóng góp cùng với tỷ lệ thành công khá cao của các dự án được gây quỹ trên web Firststep.vn đã đóng góp không nhỏ trong việc gia tăng niềm tin và giáo dục cộng đồng về crowdfunding tại Việt Nam. Tuy vậy, vốn huy động trên giao diện này chủ yếu là vốn chủ sở hữu, với giá trị nhỏ, từ 200.000 đồng đến 2.000.000 đồng. Đổi lại, các nhà đầu tư hầu hết nhận lại hiện vật liên quan đến dự án mà họ đầu tư, ví dụ sách truyện, thực phẩm...

Về hệ thống pháp luật điều chỉnh hoạt động crowdfunding, cho đến nay, Việt Nam chưa có quy định cụ thể. Hay nói cách khác, nếu căn cứ vào các văn bản pháp luật hiện hành như Luật các tổ chức tín dụng năm 2010, các hoạt động huy động vốn từ công chúng chưa được cấp phép là không hợp pháp (Điều 8 Khoản 2). Tuy vậy, cùng với sự phát triển của các doanh nghiệp khởi nghiệp, Dự thảo Luật hỗ trợ doanh nghiệp nhỏ và vừa cũng đã đề cập đến nội dung này như sau:

Về khái niệm gọi vốn cộng đồng (crowdfunding): Theo Điều 2 Khoản 11 Dự thảo Luật Hỗ trợ doanh nghiệp vừa và nhỏ, gọi vốn cộng đồng là “hình thức huy động vốn từ số đông các cá nhân thông qua tổ chức trung gian cung cấp thông tin và các dịch vụ tư vấn, hỗ trợ việc huy động vốn trực tuyến. Bên cung cấp vốn và bên gọi vốn tự chịu rủi ro, trách nhiệm từ việc cấp vốn và hoàn trả vốn. Bên gọi vốn có thể hoàn trả bằng quà tặng, cổ phần, vốn vay hoặc dưới các hình thức khác”.

Về cách thức gọi vốn cộng đồng: Theo Điều 11 Mục 5, cách thức gọi vốn cộng đồng được tiến hành như sau:

a) Tổ chức cung cấp dịch vụ gọi vốn cộng đồng bằng cổ phần và vốn vay được thành lập và đăng ký với cơ quan Nhà nước có thẩm quyền.

b) Thông tin về dự án gọi vốn cộng đồng bao gồm tối thiểu các thông tin sau: Bên gọi vốn, dự án, số vốn, kế hoạch sử dụng vốn, thời hạn thực hiện dự án, hình thức và kế hoạch hoàn trả vốn.

c) Mỗi nhà đầu tư được tham gia tối đa 01 tỷ đồng mỗi năm; không quá 50 triệu đồng cho một dự án gọi vốn bằng phần thưởng; không quá 500 triệu đồng cho một dự án gọi vốn cộng đồng bằng cổ phần; không quá 100 triệu đồng cho một dự án gọi vốn bằng vốn vay.

Tuy vậy, đến nay Dự thảo cũng chưa được ban hành. Mặt khác, các quy định trên vẫn còn khá chung chung và chưa có hướng dẫn thực hiện liên quan đến việc đăng ký với cơ quan Nhà nước có thẩm quyền, các cơ chế báo cáo và giám sát đối với tổ chức cung cấp dịch vụ, hình thức ghi nhận vốn đối với các nhà đầu tư khi góp vốn.

Theo quan điểm của tác giả, việc Việt Nam có chủ trương khuyến khích hình thức gọi vốn cộng đồng phát triển là một điểm tích cực để tạo hệ sinh thái cho các doanh nghiệp khởi nghiệp phát triển, tận dụng một nguồn vốn khá dồi dào trong xã hội để đầu tư vào hoạt động sản xuất kinh doanh. Tuy vậy, để khuôn khổ pháp lý này hiệu quả và có tính chất khuyến khích các hoạt động này phát triển, cần cân nhắc việc ban hành đồng bộ các văn bản pháp lý để hướng dẫn thực hiện hoặc trước mắt ban hành một văn bản dưới Luật để điều chỉnh các hoạt động crowdfunding tại Việt Nam. Các nhà làm luật cũng cần cân nhắc tính toán mức huy động tối đa qua các kênh này để giảm rủi ro cho nhà đầu tư. Có thể căn cứ vào văn bản pháp luật của một số quốc gia phát triển như Hoa Kỳ, Australia để tham khảo. Mặt khác, bản thân các nhà đầu tư cũng cần nâng cao nhận thức về những rủi ro liên quan đến hình thức đầu tư này khi tham gia đầu tư qua kênh này, ưu tiên sử dụng các kênh huy động vốn cộng đồng có uy tín, có các điều khoản huy động vốn rõ ràng, quy định về trách nhiệm và quyền lợi của các bên, để có căn cứ bảo vệ quyền lợi của nhà đầu tư khi bất trắc xảy ra.

5. Kết luận

Cùng với sự phát triển của công nghệ thông tin, sự phát triển của sức mạnh cộng đồng, trong bối cảnh phát triển công nghiệp 4.0, gọi vốn cộng đồng trong tương lai chắc chắn sẽ có sự tăng trưởng lớn mạnh trên phạm vi thế giới và tại các quốc gia đang tăng trưởng như Việt Nam. Do đó, việc sớm nghiên cứu các quy định pháp luật để điều chỉnh hoạt động crowdfunding sẽ tạo tiền đề cho hình thức này phát triển lành mạnh và hiệu quả.

Tài liệu tham khảo

1. Alban Metelka (2014), *Crowdfunding - Startups' alternative funding source beyond banks*, business angels and venture capitalists, Master thesis, School of Management, Blekinge Institute of Technology.
2. ASIC, <http://asic.gov.au/regulatory-resources/financial-services/marketplace-lending/marketplace-lending-peer-to-peer-lending-products/>
3. Eleanor K. & Shane W. (2014), *Crowd-funding: An Infant Industry Growing Fast*, Staff Working Paper of the IOSCO Research Department.
4. Jing Li (2016), *Equity Crowdfunding in China: Current Practice and Important Legal Issues*, Workshop for Selected Issues on Investments in China and International Investment Law (Dec. 9, 2016, Erasmus University Rotterdam)
5. Johansen, B. H. (2014), *Do Venture Capitalists Succeed Outside Their Comfort Zone? An empirical study of venture capital firms' performance as they move into new nations or industries*, Norwegian School of Economics.
6. Jumpstart Our Business Start-ups Act (JOBS Act) 2012.
7. Massolution (2015), *Crowdfunding Industry Report*.
8. Quốc hội, *Dự thảo Luật hỗ trợ Doanh nghiệp nhỏ và vừa 2016*
9. Tao Zhang, Christine Yip, Ge (Sophy) Wang, Qin (Iris) Zhang (2014), *China Crowdfunding report*, China Impact Fund.
10. <https://www.sec.gov/info/smallbus/secg/rccomplianceguide-051316.htm>