

ICO: Xu thế mới trong huy động vốn của doanh nghiệp khởi nghiệp công nghệ

Lưu Minh Sang, Lê Thanh Hà, Lê Thị Tường Vy

Trường Đại học Kinh tế - Luật, Đại học Quốc gia TP Hồ Chí Minh

Trong những năm qua, cùng với sự phát triển của nền kinh tế số, hình thức huy động vốn ICO (Initial Coin Offering) đang lan tỏa mạnh mẽ và ngày càng được quan tâm, đặc biệt là ở những quốc gia có thế mạnh về công nghệ. Vậy ICO là gì? Các quốc gia có xu hướng điều chỉnh pháp luật như thế nào đối với hình thức huy động vốn mới mẻ này?...

ICO là gì?

ICO được coi là một hình thức huy động vốn xuất hiện bên ngoài lĩnh vực tài chính truyền thống vì liên quan mật thiết đến tiền mã hóa và chủ yếu là tài trợ cho các dự án công nghệ trên hệ thống chuỗi khối (blockchain) [1]. Cho đến nay vẫn chưa có một khái niệm chính thức về ICO. Tuy nhiên có thể khái quát rằng: ICO là một hình thức huy động vốn để tài trợ cho các dự án công nghệ mới thông qua việc chào bán các loại mã kỹ thuật số (token) ra công chúng để thu về các loại tiền mã hóa như Bitcoin hoặc Ether, thậm chí là tiền pháp định [2]. Các token này được tạo bởi blockchain gắn liền với hệ sinh thái công nghệ của dự án được đề cập trong sách trắng.

Mục đích của các nhà đầu tư khi rót vốn vào các token chủ yếu là tìm kiếm lợi nhuận từ sự tăng giá của token khi dự án thành công [3]. Ngoài ra, tùy vào chức năng được chủ thể phát hành quy định cụ thể trước khi gọi vốn, nhà đầu tư token còn có thể có các quyền như: (i) mua sản phẩm phát hành; (ii) truy cập kỹ thuật



ICO giúp các chủ thể mở rộng mọi không gian địa lý trong huy động vốn.

số vào dịch vụ của tổ chức phát hành; (iii) hưởng lợi nhuận từ dự án; hoặc (iv) quyền biểu quyết cho một số vấn đề thuộc dự án ICO.

Thực tế, một ICO được thực hiện theo quy trình như sau: *đầu tiên*, chủ thể phát hành phát triển ý tưởng sáng tạo về công nghệ thực hiện dựa trên blockchain, xây dựng blockchain và tạo token. Ở bước này, token có thể chưa được tạo hoặc đã được tạo nhưng chưa có đầy đủ các chức năng của một token hoàn chỉnh. *Bước thứ hai*, chủ thể phát hành

sẽ xây dựng nội dung sách trắng mô tả về ý tưởng kinh doanh, các mốc quan trọng để phát triển dự án, thông tin nhà phát triển dự án, các quyền mà người sở hữu token sở hữu tiềm năng về lợi nhuận mà token mang lại [4]... *Bước thứ ba*, chủ thể phát hành quảng bá dự án của mình ra công chúng thông qua phát hành sách trắng, các dự án cũng thường được quảng cáo và thảo luận trên các kênh truyền thông xã hội khác nhau [4]. *Bước thứ tư*, khi đến thời gian được ấn định, chủ thể phát hành tổ chức một hoặc nhiều đợt chào bán token:

chào bán riêng lẻ, chào bán trước, chào bán ra công chúng. *Bước thứ năm*, sau khi kết thúc đợt chào bán ra công chúng, sẽ có hai hướng đi cho các chủ thể phát hành. Nếu dự án huy động vốn thành công, các chủ thể phát hành sẽ sử dụng số vốn thu được để phát triển nền tảng của mình [5]. Nếu dự án chưa huy động đủ số vốn mục tiêu, số tiền huy động được sẽ được trả lại cho các nhà đầu tư thông qua cơ chế của hợp đồng thông minh [6].

Vai trò của ICO

So với các hoạt động huy động vốn truyền thống, tính phi tập trung và xuyên biên giới của công nghệ blockchain đã tạo nên sự ưu việt cho ICO. Đối với tính phi tập trung, lợi ích mà nó mang lại là sự tin tưởng của người dùng hệ thống, sự bất biến của các thông tin giao dịch, sự an toàn trong hoạt động của hệ thống và giảm thiểu các chi phí trung gian. Đối với các doanh nghiệp - các chủ thể khi tiến hành ICO, có thể hạn chế được việc chia sẻ quyền sở hữu doanh nghiệp thông qua việc tạo ra token. Hơn nữa, ICO còn giúp các doanh nghiệp huy động được nguồn vốn lớn để phát triển ý tưởng sáng tạo công nghệ của mình một cách tiết kiệm nhất. Bởi lẽ, dựa trên đặc tính kết nối xuyên biên giới của nền tảng blockchain và internet, các ICO có thể mở rộng đến khắp nơi trên thế giới; đồng thời các nhà đầu tư có thể dễ dàng tham gia vào một dự án ICO mà không bị giới hạn về mặt địa lý. Bên cạnh đó, việc huy động vốn thông qua hình thức ICO thường được tổ chức dựa trên các nền tảng huy động vốn nổi tiếng như Coinmarketcap, Binance... Đây sẽ là một kênh truyền thông hữu hiệu đối với dự

án của tổ chức phát hành.

Đối với nhà đầu tư, việc phát hành ICO ứng dụng trên nền tảng blockchain hiện nay đã trở thành một xu hướng mới mẻ, một kênh đầu tư tiềm năng, giúp họ mở rộng thêm danh mục đầu tư. Bởi lẽ trong bối cảnh kỷ nguyên số 4.0, khi các quốc gia đều chạy đua trong việc phát triển khoa học, công nghệ thì giá trị của các tài sản kỹ thuật số sẽ ngày càng trở nên hấp dẫn hơn. Bên cạnh giá trị của việc đầu tư, việc sở hữu token từ một đợt ICO còn có thể mang đến những quyền khác liên quan đến dự án công nghệ, điển hình như quyền sử dụng các nền tảng mà nhà phát hành cung cấp hoặc quyền sử dụng token khi giao dịch các sản phẩm, dịch vụ tiện ích trong phạm vi dự án. Ngoài ra, dựa trên tính phân tán của nền tảng blockchain và tính bảo mật của hệ thống chuỗi khối, việc lấy cắp thông tin người dùng gần như khó xảy ra trên thực tế. Như vậy, thông tin của các nhà đầu tư cũng được bảo mật cao.

Cuối cùng, đối với nền kinh tế hiện nay, chức năng luân chuyển vốn đóng một vai trò quan trọng trong việc thúc đẩy phát triển kinh tế quốc gia. Theo đó, nguồn vốn sẽ chuyển từ nơi những người thừa vốn có nhu cầu đầu tư đến những chủ thể phát hành mong muốn huy động nguồn vốn để phát triển và mở rộng dự án của mình. Đối với ICO cũng vậy, chủ thể phát hành tạo ra token đưa ra thị trường nhằm thu hút nhà đầu tư, từ đó huy động vốn giúp trang trải chi phí, tăng độ nhận diện sản phẩm trên thị trường..., còn nhà đầu tư sử dụng tiền của mình để nhận được những quyền lợi tương ứng từ việc đầu tư vào

token. Trong khi đó, đối tượng trong các đợt ICO đều là các tài sản kỹ thuật số, các token có thể tích hợp nhiều chức năng khác nhau, có thể được sử dụng như phương tiện thanh toán, quyền truy cập các ứng dụng,... tạo nên một hệ sinh thái công nghệ đa dạng. Do đó khi doanh nghiệp thành công với dự án của mình sẽ có những đóng góp tích cực cho sự phát triển của nền kinh tế.

Sơ quát thực tiễn ICO trên thế giới

Trong những năm qua, cùng với sự phát triển của nền kinh tế số, ICO đang lan tỏa mạnh mẽ trên toàn thế giới, đặc biệt là ở các quốc gia có thế mạnh về công nghệ [6]. Theo ICObench.com, kể từ dự án ICO đầu tiên vào năm 2013 đến cuối năm 2016, hình thức huy động vốn này vẫn được thực hiện nhưng không phổ biến. Tuy nhiên đến năm 2017, đã có 952 ICO được tiến hành với tổng số vốn huy động được là hơn 7 tỷ USD. Trong năm 2018, số tiền huy động được từ ICO là khoảng 19,7 tỷ USD [7].

Trong giai đoạn đầu, các nền kinh tế phát triển về công nghệ như Hoa Kỳ, Singapore, Anh, Liên bang Nga, Estonia, Thụy Sĩ và Hồng Kông có số lượng dự án ICO chiếm phần lớn thị trường. Cụ thể quý 2 năm 2017, số lượng dự án ICO của các nền kinh tế này chiếm đến gần 60% tổng số ICO trên toàn thế giới. Tuy nhiên, đến quý 2 năm 2020, thị phần ICO đã giảm gần 20% so với quý 2 năm 2017 và có sự dịch chuyển sang các quốc gia khác [8]. Nguyên nhân có thể là do việc thắt chặt hoạt động ICO ở các quốc gia như Hoa Kỳ, Singapore đã tạo ra sự dịch chuyển của các dự án ICO trên phạm vi toàn cầu.

Bên cạnh sự phát triển của ICO về mặt số lượng và phạm vi trên toàn thế giới, rất nhiều dự án được các chủ thể phát hành thực hiện ICO thành công và thu hút được số tiền đầu tư lớn. Có thể kể đến EOS - một dự án xây dựng nền tảng cho phép người dùng tự xây dựng các ứng dụng phi tập trung, có tiềm năng mở rộng quy mô lên hàng triệu giao dịch mỗi giây - đã huy động được 4,1 tỷ USD trong vòng một năm từ tháng 6/2017-8/2018 [9]. Đây là dự án đứng đầu về số vốn huy động được trong các dự án ICO (theo ICObench.com). Hoặc với dự án ICO của Telegram [10], nhóm phát triển dự án đã huy động thành công số tiền đầu tư lên đến 1,7 tỷ USD. Ngoài ra còn có nhiều dự án ICO khác huy động được nguồn vốn đáng kể như Bitfinex, Tatum, Dragon Coins... Các dự án ICO còn mang lại lợi nhuận cho các nhà đầu tư thông qua việc mua bán, trao đổi token. Chẳng hạn như đối với dự án Filecoin, vào thời điểm giá cao nhất, token của Filecoin cao gấp 14 lần giá trung bình được thanh toán trong đợt ICO.

Theo thống kê từ ICObench.com, tính đến tháng 01/2021, có đến 3.149 dự án ICO để tạo ra nền tảng người dùng, 2.349 dự án về tiền mã hóa. Đây là hai lĩnh vực phổ biến mà các đội ngũ phát triển dự án ICO hướng đến. Ngoài ra, các dự án ICO được đăng ký và cập nhật trên ICObench.com còn được xếp loại vào hơn 28 lĩnh vực kinh tế khác với số lượng không nhỏ, bao gồm: Dịch vụ kinh doanh (1.284 dự án), Đầu tư (1.010 dự án), Hợp đồng thông minh (849 dự án), Phần mềm (829 dự án), Internet (657 dự án)...[11].

Song song với những lợi ích mà ICO mang lại, hoạt động này cũng tồn tại một số vấn đề bất cập, đặc biệt là khi không được điều chỉnh bởi pháp luật. Khi đó, vấn đề bất cân xứng thông tin là rất khó kiểm soát. Các nhà phát hành có thể lợi dụng điều này để thực hiện các dự án lừa đảo. Bên cạnh đó, tính ẩn danh của hệ thống blockchain cũng có thể mang đến những rủi ro liên quan đến hoạt động rửa tiền hay tài trợ khủng bố. Những vấn đề trên có thể dẫn đến việc lợi ích của nhà đầu tư, nhà phát hành, thậm chí là lợi ích của nền kinh tế và an toàn xã hội bị xâm phạm.

Xu hướng điều chỉnh pháp luật đối với ICO ở một số quốc gia

Sự phát triển mạnh mẽ của ICO buộc các quốc gia phải suy xét về việc đưa ra những quan điểm pháp lý để điều chỉnh hoạt động này. Từ trạng thái là một hoạt động mang tính tự phát, hiện nay các quốc gia lần lượt thể hiện rõ hơn thái độ của mình về cách điều chỉnh pháp lý đối với các hoạt động ICO nói riêng và tiền mã hóa nói chung. Trong quý hai năm 2017, chỉ có hai nước có quy định cụ thể về hoạt động ICO (Ecuador và Guernsey & Jersey). Tuy nhiên, một năm sau (quý hai năm 2018), đã có đến 64 quốc gia đưa ra hướng pháp lý cụ thể để điều chỉnh hoạt động huy động vốn này [8]. Tuy vậy, lập trường của các quốc gia hiện nay có nhiều điểm khác biệt nên khó có thể tìm được một cách tiếp cận mang tính phổ quát. Nhìn chung thực trạng điều chỉnh pháp luật đối với ICO đang tồn tại 3 trạng thái:

Trạng thái thứ nhất là ban hành lệnh cấm ICO như Hàn Quốc [12], Trung Quốc [13]. Hai quốc

gia này đều có những động thái nghiêm ngặt trong việc cấm ICO do lo ngại về việc kiểm soát thị trường tài chính của quốc gia trở nên khó khăn; đồng thời cho rằng các dự án huy động vốn bằng mã kỹ thuật số mang lại rủi ro cao.

Thứ hai, chưa có động thái pháp lý cụ thể liên quan đến ICO, Việt Nam và Liên bang Nga là ví dụ điển hình. Tại các quốc gia này, không tồn tại một quy định minh thị về việc cấm ICO nhưng cũng không có quy định pháp luật điều chỉnh hoạt động này. Thay vào đó, các cơ quan quản lý lần lượt đưa ra các khuyến nghị, lời cảnh báo về các rủi ro pháp lý đối với tiền mã hóa nói chung và các ICO nói riêng.

Thứ ba, đã có những động thái pháp lý ban đầu trong việc điều chỉnh pháp luật đối với ICO. Theo đó, phần lớn các quốc gia này đều bắt đầu từ việc phân tích bản chất của token để xác định tính pháp lý và phân loại token. Cách tiếp cận phổ biến hiện nay của các quốc gia này là phân loại token thành hai nhóm: (i) token là chứng khoán và (ii) token phi chứng khoán (không mang bản chất của một loại chứng khoán).

Tại Hoa Kỳ - một trong những quốc gia phát triển nhất về ICO, Ủy ban Chứng khoán (SEC) đã đưa ra tuyên bố rằng sẽ sử dụng bài kiểm tra Howey [14] để xác định token của một dự án ICO có là chứng khoán hay không. Trong bài kiểm tra này, nếu token của dự án đó thỏa mãn đầy đủ các yếu tố cấu thành nên khái niệm “Hợp đồng đầu tư” (một loại chứng khoán ở Hoa Kỳ) thì token đó được xem là chứng khoán, đồng nghĩa với việc dự án ICO đó phải tuân thủ quy định của Đạo luật Chứng khoán liên bang Hoa

Kỳ năm 1933 [15]. Đối với token phi chứng khoán theo bài kiểm tra Howey thì sẽ được phân loại là hàng hóa và chịu sự điều chỉnh bởi Đạo luật Giao dịch hàng hóa của quốc gia này.

Tại Thụy Sĩ, Cơ quan Quản lý thị trường tài chính (FINMA) đã thông qua các hướng dẫn phân loại token căn cứ vào các chức năng kinh tế của chúng, bao gồm: (i) token thanh toán, (ii) token tiện ích, (iii) token tài sản. Qua đó, xác định cụ thể token tài sản, token tiện ích có tính chất đầu tư sẽ được xem là chứng khoán. Các nhà phát hành chào bán token là chứng khoán thì phải tuân thủ nghĩa vụ công bố Bản cáo bạch theo quy định của pháp luật chứng khoán.

Gợi mở cho Việt Nam

Trong bối cảnh các quốc gia trên thế giới đang có những thái độ khác nhau đối với ICO thì Việt Nam vẫn là quốc gia đang trong trạng thái chờ, chưa có hành động ngăn cấm hay ban hành các quy định pháp luật nhằm điều chỉnh hoạt động ICO.

Tuy nhiên, có thể thấy rằng hoạt động ICO đang phát triển một cách nhanh chóng tại Việt Nam. Nhu cầu đầu tư vào tiền mã hóa hay các giao dịch liên quan khác đang tăng rất mạnh, thu hút lượng lớn nhà đầu tư cả trong và ngoài nước tham gia. Các công ty thực hiện ICO đa phần là công ty khởi nghiệp và hầu hết các công ty này dù có hoạt động kinh doanh tại Việt Nam nhưng đều đặt trụ sở chính tại nước ngoài như Singapore, Malaysia [16]...

Hiện nay, không ít dự án ICO do người Việt Nam phát hành đã thu được thành công như Coin98 (C98), Kyber Network (KNC),

TomoChain (TOMO)... Tuy nhiên việc nước ta chưa có pháp luật điều chỉnh hoạt động này có thể khiến tình trạng lừa đảo xảy ra khó kiểm soát, khi mà trên thực tế có tới 90% ICO là lừa đảo [17] nhằm mục đích chiếm đoạt tiền của nhà đầu tư, cụ thể như dự án iFan hay Bitdeal.

Những năm gần đây, Nhà nước cũng đã có những động thái nhất định nhằm biểu thị sự quan tâm đến hoạt động này. Tuy nhiên đó chỉ là các chỉ đạo, cảnh báo, khuyến nghị liên quan đến tiền mã hóa. Để giảm bớt rủi ro còn hiện hữu và tạo ra một thị trường phát triển lành mạnh cho hoạt động này tại Việt Nam cũng như bảo vệ quyền lợi cho các chủ thể liên quan thì cần phải có khung pháp lý cụ thể, phù hợp và linh hoạt để điều chỉnh hoạt động này. Khung pháp lý này cần được xây dựng sao cho phù hợp với đặc điểm, tính chất của ICO cũng như không phá vỡ các thể mạnh vốn có của ICO. Từ đó, pháp luật mới có thể ngăn chặn các tác động tiêu cực phát sinh từ hoạt động ICO, đồng thời bảo vệ và cân bằng được lợi ích của các chủ thể liên quan đến hoạt động huy động vốn này.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

[1] Iris M. Barsan (2017), "Legal challenges of initial coin offerings (ICO)", *Revue Trimestrielle de Droit Financier (RTDF)*, 3, pp.54-65.

[2] <https://www.investopedia.com/news/what-ico/> (truy cập ngày 04/04/2022).

[3] https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3256289 (truy cập ngày 04/04/2022).

[4] https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3265007 (truy cập ngày 04/04/2022).

[5] <https://www.investopedia.com/terms/i/initial-coin-offering-ico.asp> (truy cập ngày 04/04/2022).

[6] https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3182261.

[7] Cristiano Bellavitis, Douglas Cumming, Tom Vanacker (2020), "Ban, boom, and echo! entrepreneurship and initial coin offerings", *Entrepreneurship Theory and Practice*, DOI: 10.1177/1042258720940114.

[8] Cristiano Bellavitis, Christian Fisch, Johan Wiklund (2020), "A comprehensive review of the global development of initial coin offerings (ICOs) and their regulation", *Journal of Business Venturing Insights*, DOI: 10.1016/j.jbvi.2020.e00213.

[9] <https://icobench.com/ico/eos>, (truy cập ngày 04/04/2022).

[10] <https://sanfordheisler.com/s-e-c-regulates-initial-coin-offerings/> (truy cập ngày 04/04/2022).

[11] <https://icobench.com> (truy cập ngày 04/04/2022).

[12] <https://genk.vn/sau-trung-quoc-den-han-quoc-cung-cam-hoat-dong-ico-lien-quan-den-tien-ao-khien-gia-bitcoin-giam-manh.20170929135330477.chn>, (truy cập ngày 04/04/2022).

[13] <https://coingeek.com/new-chinese-law-further-prohibits-icos-report/>, (truy cập ngày 04/04/2022).

[14] <https://www.loc.gov/item/usrep328293/> (truy cập ngày 06/04/2022).

[15] Primavera de Filippi, et al. (2018), "Regulatory framework for token sales: an overview of relevant laws and regulations in different jurisdictions", *HAL Science Ouverte*, p.13.

[16] <https://moj.gov.vn/qt/tintuc/Pages/nghien-cuu-trao-doi.aspx?ItemID=2491> (truy cập ngày 02/04/2022).

[17] <https://thanhnien.vn/chieu-tro-huy-dong-von-tu-tien-ao-viet-post716477.html> (truy cập ngày 02/04/2022).