

ROZDZIAŁ 12

NADZÓR I RELACJE MIĘDZY INWESTOREM PUBLICZNYM A FUNDUSZEM *VENTURE CAPITAL*

Szymon Piotrowski^{1*}

1. Wprowadzenie

Sukcesy niektórych regionów Stanów Zjednoczonych, takich jak Dolina Krzemowa w Kalifornii oraz Route 128 w stanie Massachusetts, były następstwem powstania i rozwoju nowych przemysłów tzw. wysokiej technologii. Nie pozostały one niezauważone przez polityków gospodarczychw innych krajach OECD. Zwracali oni uwagę na kluczowe czynniki sukcesu tych regionów. Wśród nich wymieniano istnienie dobrze rozwiniętego rynku kapitału ryzyka z funduszami kapitałowymi typu *venture capital* na czele². Od lat 90-tych wiele rozwiniętych krajów podjęło działania na rzecz replikowania tego modelu finansowania. Ze względu na słabość prywatnych funduszy *venture capital*, istotną rolę w tym procesie odgrywa interwencja publiczna. Niezależnie od skuteczności podejmowanych działań³, można dokonać podziału wykorzystywanych środków na interwencję bezpośrednią pośrednią oraz regulacyjną. Pierwsza z wymienionych objawia się w bezpośrednim zaangażowaniu kapitałowym organu publicznego (rządu) i zachowaniu przez niego kontroli nad procesem

¹ * Doktorant, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu.

² W. D. Bygrave oraz J. A. Timmons, *Venture capital at the crossroads*, Harvard Business School Press, Boston, MA, 1992, s. 258-260.

³ Ewaluacji poszczególnych programów dokonywano na poziomie krajowym. Por. np. J. Lerner, *The Government as Venture Capitalist: The Long-Run Impact of the SBIR Program*, "Journal of Business", vol. 72, 1999, nr 3, s. 285-318; R. Dossani oraz M. Kenney, *Creating an Environment for Venture Capital in India*, "World Development", vol. 30, 2002, nr 2, s. 227-253; G. Murray oraz M. V. J. Maula, *Finnish Industry Investment Ltd: an International Evaluation*, Ministry of Trade & Industry, Helsinki, 2003. Natomiast analizy porównawcze pozostały na bardzo ogólnym poziomie, a wnioski z nich miały wyłącznie jakościowy charakter. Zob. R. J. Gilson, *Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience*, "Stanford Law Review", vol. 55, 2003, nr 4, s. 1067-1103.

inwestycyjnym realizowanym przez fundusz. Interwencja pośrednia polega z kolei na dofinansowaniu funduszu kontrolowanego przez podmiot prywatny. Organ publiczny ma ograniczone możliwości kontroli procesu inwestycyjnego albo zostaje ich w zasadzie pozbawiony. Interwencja regulacyjna dotyczy tworzenia ogólnych warunków funkcjonowania funduszy *venture capital*, przede wszystkim w wymiarze opodatkowania działalności inwestycyjnej funduszu oraz jego formy organizacyjnej i obowiązków sprawozdawczych⁴. Opracowanie charakteryzuje relacje i problemy nadzoru funduszy *venture capital*, które są przedmiotem pośredniej i bezpośredniej interwencji publicznej. W opracowaniu nie analizuje się poszczególnych form i środków interwencji regulacyjnej w działalność funduszy *venture capital*.

2. Uzasadnienie interwencji publicznej

Zaangażowanie kapitałowe organów publicznych w fundusze *venture capital* uzasadniane jest w pierwszej kolejności występującą niesprawnością rynku. Wysokie ryzyko niepowodzenia projektów inwestycyjnych funduszu, duże asymetrie informacyjne występujące między inwestorami, zarządzającymi funduszem oraz przedsiębiorcami, którzy uzyskali finansowanie funduszu, sprawiają, że inwestycje w tego rodzaju fundusze kapitałowe są dla podmiotów prywatnych mało atrakcyjne. Wskazuje się na istnienie istotnej luki kapitałowej w finansowaniu innowacyjnych małych i średnich przedsiębiorstw, w które inwestują fundusze *venture capital*⁵. Ponadto, innowacje przynoszą szerszą korzyść społeczną, np. przez ich rozpowszechnianie (*spillover effects*), które nie mogą być w pełni przejęte przez inwestorów. Oczywiście, zmniejsza to ich skłonność do inwestowania. Interwencja publiczna jest zatem odpowiedzią na tak określoną niesprawność rynku⁶.

Interwencja przyczynia się do profesjonalizacji funduszy *venture capital*. Dzięki publicznym środkom menedżerowie funduszy uzyskują dodatkowe doświadczenia związane z obsługą kolejnych inwestycji. Zachęty (bodźce) inwestycyjne wykorzystywane przez rząd przyciągają do funduszy *venture capital* doświadczonych inwestorów z innych segmentów rynku finansowego. Należy podkreślić, że rozwój kadry menedżerskiej i przyciągnięcie doświadczonych

⁴ W niektórych opracowaniach dokonuje się odmiennego podziału polityki na rzecz wspierania funduszy *venture capital*: polityka bezpośrednia obejmuje wszelkie zaangażowanie kapitałowe organów publicznych a pośrednia obejmuje regulację funkcjonowania funduszy. Zob. M. Stolpe oraz A. Schertler, *Venture mania in Europe: Its causes and consequences*, Kiel Discussion Papers nr 358, Kiel, 2000, s. 30-31.

⁵ E. Gualandri, V. Venturelli oraz F. Braga (red.), *Bridging the equity gap for innovative SMEs*, Palgrave Macmillan, Basingstoke, 2008.

⁶ M. Jääskeläinen, M. Maula oraz G. Murray, *Profit distribution and compensation structures in publicly and privately funded hybrid venture capital funds*, "Research Policy", vol. 36, 2007, nr 7, s. 915.

inwestorów warunkuje ekspansję tego rodzaju złożonej działalności inwestycyjnej⁷.

Inwestycje w spółki na wczesnym etapie rozwoju (*early-stage investment*) są obszarem, na którym luka kapitałowa jest najbardziej dotkliwa a interwencja publiczna najbardziej uzasadniona⁸. Są one najmniej dochodową formą inwestowania w fundusze ryzykownego kapitału. W 2008 r. tego rodzaju inwestycje przyniosły europejskim inwestorom ujemną, ogólną stopę zwrotu (-1,3%)⁹, podczas gdy inne inwestycje europejskich funduszy *venture capital* nadal przyniosły w tym kryzysowym roku dodatnią stopę zwrotu¹⁰. Nawet w okresach lepszej koniunktury stopy zwrotu z inwestycji w działalność początkową (*early-stage investment*) przynosiły wyraźnie niższą stopę zwrotu¹¹. Trudno jest oczekiwać, żeby prywatne fundusze *venture capital* koncentrowały się na potencjalnie mało dochodowych inwestycjach i zmniejszały tym samym swoją atrakcyjność dla inwestorów. Rolą organów publicznych jest zwiększenie dostępności kapitału i zachęcenie inwestorów prywatnych do alokowania własnych kapitałów w ważne, choć ogólnie mało dochodowe inwestycje, przynoszące istotne korzyści zewnętrzne¹².

3. Bezpośrednie zaangażowanie inwestora publicznego

W ramach interwencji bezpośredniej rząd występuje w roli *venture* kapitalisty. Rząd podejmuje się funkcji zarządczych i wszystkich tych czynności, za których wykonanie odpowiadałby nastawiony na zysk, pośrednik rynkowy. Rząd uczestniczy w procesie wyboru projektów inwestycyjnych, przeprowadza badanie *due diligence*, zarządza projektem inwestycyjnym i realizuje wszelkie inne funkcje związane z byciem bezpośrednim inwestorem w spółki na wczesnym etapie rozwoju. Jest zatem zarówno dostawcą kapitału jak i podmiotem zarządzającym tego rodzaju funduszem. Organy publiczne mają pełną kontrolę nad wyborem zespołu zarządzającego i mogą dokonywać dowolnych w nim zmian.

Forma bezpośredniego zaangażowania organów publicznych pozwala najlepiej kontrolować wydatkowanie środków publicznych na wsparcie rynku

⁷ D. Dimov oraz G. Murray, *Determinants of the Incidence and Scale of Seed Capital Investments by Venture Capital Firms*, "Small Business Economics", vol. 30, 2008, nr 2, s. 130-131.

⁸ Por. OECD, *The SME Financing Gap* (Vol. I): Theory and Evidence, Paris, 2006.

⁹ Stopę zwrotu obliczono metodą sumowania przepływów pieniężnych dla całego portfela tego rodzaju inwestycji (*pooled IRR*).

¹⁰ Dane EVCA/ Thomson Reuters. Inwestycje w fazę rozwoju przyniosły skumulowany dochód w wysokości 7%, w fazę stabilizacji – 3%.

¹¹ G. C. Murray, *Venture capital and government policy*, w: H. Landström (red.), *Handbook of research on venture capital*, Edward Elgar, Cheltenham, 2007, s. 122.

¹² D. Dimov oraz G. Murray, *op. cit.*, s. 131.

ryzykownego kapitału. Mechanizmy raportowania i nadzoru nad inwestycjami funduszu mogą być w zasadzie w dowolny sposób kształtowane¹³. Jednocześnie w tej formie zaangażowania ryzyko związane z brakiem nadzoru jest dla inwestora publicznego istotnie mniejsze niż przy interwencji pośredniej¹⁴. Obsada zespołu zarządzającego oraz możliwość wpływu organów publicznych na bieżące zarządzanie funduszem stanowi natomiast przeszkodę dla udziału inwestorów prywatnych w publicznych funduszach *venture capital*¹⁵.

Bezpośrednie zaangażowanie organów publicznych może nieść z sobą również zagrożenie dla rozwoju działalności inwestycyjnej typu *venture capital*. Po pierwsze, rząd może nie dysponować odpowiednim zasobem kadrowym, który pozwalałby na prowadzenie tak złożonej działalności jak inwestowanie w spółki na wczesnym etapie rozwoju. Po drugie, inwestycje publiczne na tym rynku mogą być przyczyną zakłóceń i prowadzić do niewłaściwej alokacji zasobów. Ich efektem może być także „wypychanie” (*crowding out*) inwestorów prywatnych z rynku¹⁶. Po trzecie, działania rządu służące mogą sygnalizacji i certyfikacji dobrych projektów inwestycyjnych na słabo rozwiniętym rynku kapitału ryzyka. Niemniej brak doświadczenia rządu może prowadzić do negatywnej selekcji w wyborze projektów inwestycyjnych¹⁷. Działania rządu mogą wówczas stać się barierą w rozwoju prywatnego rynku *venture capital* na skutek promowania nieudanych (pod względem finansowym) projektów¹⁸.

Pełnienie funkcji bezpośredniego inwestora przez organy publiczne na

¹³ Ograniczeniem są jedynie ogólne reguły związane z wykorzystywaniem w inwestycji wehikułem inwestycyjnym. Może nim być np. spółka akcyjna lub spółka z ograniczoną odpowiedzialnością. Wspomniane formy prawne były wykorzystywane w funkcjonujących w Polsce publicznych funduszach *venture capital*. Zob. J. Świdarska, *Quasi-fundusze venture capital: publiczne wsparcie innowacyjnych MSP*, Centrum Doradztwa i Informacji Difin, Warszawa, 2008, s. 133-139.

¹⁴ Powołanie przedstawicieli organów publicznych jako członków zarządu takiego wehikułu minimalizuje ryzyko powstania problemów i konfliktów z inwestorem publicznym. W związku z tym należy uznać, że przy bezpośredniej interwencji problem agencji ma minimalne znaczenie. Nie jest on zresztą w tym kontekście poruszany w literaturze przedmiotu, w odróżnieniu od interwencji pośredniej (por. G. C. Murray, *op. cit.*).

¹⁵ J. Lerner wskazuje, że największym zagrożeniem dla działalności publicznych funduszy *venture capital* jest właśnie wpływ urzędników (*Boulevard of broken dreams*, Princeton University Press, Princeton, 2009, s. 187).

¹⁶ B. Leleux oraz B. Surlemont, *Public versus private venture capital: seeding or crowding out? A pan-European analysis*, „Journal of Business Venturing”, vol. 18, 2003, nr 1, s. 82.

¹⁷ G. C. Murray, *op. cit.*, s. 129.

¹⁸ Oprócz tego, dotychczasowe programy wsparcia ignorowały konieczność uwzględnienia całego procesu tworzenia się rynku ryzyka i koncentrowały się tylko na wykorzystywanych narzędziach polityki. G. C. Murray oraz D. C. Lingelbach, *Twelve Meditations on Venture Capital: Some Heretical Observations on the Dissonance between Theory and Practice When Applied to Public/Private Collaborations on Entrepreneurial Finance Policy*, University of Exeter Business School, Working Papers 09/06, 2009, s. 23.

rynku spółek na wczesnym etapie rozwoju umożliwia w największym stopniu kontrolę działalności inwestycyjnej i wydatkowania środków publicznych na te cele. Ta forma inwestowania spotyka się jednak w literaturze z największą krytyką i odrzuceniem¹⁹. Oprócz wspomnianych wcześniej zagrożeń należy wskazać na okoliczność, że bezpośrednia interwencja nie musi prowadzić do realizacji zakładanych celów publicznych, jeśli polityka wyboru przyszłych liderów technologicznych (*'pick winners'*) na poziomie firm nie powiodła się we wcześniejszych programach²⁰.

4. Pośrednie zaangażowanie inwestora publicznego

W ramach interwencji pośredniej prywatna spółka zarządzająca występuje w roli agenta rządu i zarządza projektami inwestycyjnymi w jego imieniu lub rząd przekazuje odpowiedzialność za zarządzanie zespołowi zarządzającemu prywatnego funduszu *venture capital*²¹. Oprócz inwestora publicznego w fundusz inwestują podmioty prywatne²². OECD określa tę kategorię funduszy *venture capital* jako fundusze hybrydowe i uznaje je za element dobrych praktyk (*best practice*)²³. Wybór interwencji pośredniej jest uzasadniany tym, że organy publiczne nie mają odpowiednich umiejętności ani doświadczenia, by bezpośrednio inwestować w spółki na wczesnym etapie rozwoju. Wraz z przyjęciem odpowiedzialności przez prywatny podmiot, pozycja rządu przypomina status pasywnego inwestora w tradycyjnym funduszu²⁴. Rząd

¹⁹ Por. J. Lerner, When Bureaucrats Meet Entrepreneurs: *The Design of Effective 'Public Venture Capital' Programmes*, "Economic Journal", vol. 112, 2002, nr 2, s. F73-F84.

²⁰ M. Jääskeläinen, M. Maula oraz G. Murray, *op. cit.*, s. 915.

²¹ Organ publiczne wymagają wkładów kapitałowych spółki zarządzającej do funduszu. Służy to redukcji kosztów agencji i zwiększeniu zaangażowania w zarządzenie spółkami będącymi przedmiotem inwestycji. Tego rodzaju zapis umowy oraz struktura bodźców sprawdziły się w prywatnych funduszach *venture capital*. Zob. D. Cumming, G. Fleming oraz A. Schwiabacher, *The structure of venture capital funds*, w: H. Landström (red.), *Handbook of research on venture capital*, Edward Elgar, Cheltenham, 2007, s. 167.

²² Z reguły dążą do przyciągnięcia innych podmiotów prywatnych, nie biorących aktywnego udziału w zarządzaniu. Takie podejście znane jest już z pierwszego publicznego programu wsparcia w Stanach Zjednoczonych w formie *Small Business Investment Companies* (1958 r.). Zob. R. Sułkowski, *Publiczne fundusze venture capital - Źródło kapitału dla małych i średnich przedsiębiorstw*, Zeszyty Naukowe Akademii Ekonomicznej nr 667, Kraków, 2004, s. 132.

²³ OECD, *Government Venture Capital for Technology-based Firms*, OECD/GD (97) 201, Paris, 1997; OECD, *Venture Capital: Trends and Policy Recommendations*, "OECD Papers", vol. 4, 2004, nr 10, s. 1-29.

²⁴ W krajach anglosaskich ten status jest tożsamy z pozycją *limited partners* w *limited partnership*. Ten wehikuł inwestycyjny był, dzięki umowom o unikaniu podwójnego opodatkowania, często wykorzystywany przez fundusze *venture capital* działające w Polsce (Zob. K. Sobańska oraz P. Sieradzan, *Inwestycje private equity/venture capital*, Wydaw. Key Text, Warszawa, 2004, s. 262-266.). Pozycji tej odpowiadałby status komandytariusza w spółce komandytowo-akcyjnej prawa polskiego. Jest ona wehikułem inwestycyjnym, który powinien być wykorzystywany w organizacji polskich, publicznych funduszy *venture capital* (por. R. Śliwa, *Osobowa spółka zwykła typu*

w zasadzie traci możliwość wpływu na działalność funduszu w momencie uzgodnienia sposobu inwestowania i przedmiotu inwestycji. Zaletą takiego rozwiązania jest eliminacja lub znaczne zmniejszenie wpływu czynników politycznych na procesy inwestycyjne funduszu²⁵.

Utworzenie funduszu hybrydowego wiąże się jednak z dwoma istotnymi problemami. Po pierwsze, intencją rządu jest przyciągnięcie prywatnych inwestorów, co potwierdzałoby słuszność prowadzonej polityki. Samo dostarczenie kapitału nie zmienia w zasadzie oczekiwań dotyczących przyszłych rezultatów inwestycyjnych funduszu. Prywatni inwestorzy kierują się ryzykiem i oczekiwaną stopą zwrotu z inwestycji²⁶. Atrakcyjność inwestycyjna funduszy *venture capital* może się poprawić tylko wtedy, gdy poprawi się oczekiwana stopa zwrotu i obniży ryzyko inwestycji. W efekcie organy publiczne muszą wprowadzić zachęty inwestycyjne, by przyciągnąć kapitał prywatny. Inwestowanie na zasadach rynkowych (*pari passu*) może być tylko wtedy skuteczne, gdy proponowanymi inwestycjami już wcześniej był zainteresowany sektor prywatny, a inwestor publiczny zwiększył jedynie zasób dostępnego kapitału dla *venture* kapitalistów²⁷. Zagadnienie bodźców inwestycyjnych jest przedmiotem podpunktu 4.1. Po drugie, przekazanie kompetencji do zarządzania portfelem inwestycji prywatnemu agentowi znacząco ogranicza zakres możliwego nadzoru nad inwestycjami funduszu przez organy publiczne. Dodatkowo skutkuje powstaniem kosztów agencji, które ponosi inwestor publiczny²⁸. Jednocześnie cele społeczne mogą być uwzględnione w polityce inwestycyjnej hybrydowego funduszu *venture capital* tylko w zakresie, w którym nie podważają celu głównego w postaci osiągnięcia możliwie najwyższej stopy zwrotu z inwestycji. Rysunek nr 1 przedstawia tę okoliczność jako odchylenie rzeczywistego portfela spółek będących przedmiotem inwestycji od określonej przez inwestora publicznego grupy spółek docelowych. W podpunkcie 4.2. przedstawiono konsekwencje takiej struktury relacji dla nadzoru inwestora publicznego nad funduszem.

4.1. Bodźce inwestycyjne w funduszach hybrydowych

Wykorzystanie bodźców w funduszach hybrydowych ma na celu

partnership w prawie anglosaskim, Zeszyty Naukowe AE nr 481, Kraków, 1996, s. 47-62).

²⁵ R. Sułkowski, *op. cit.*, s. 132.

²⁶ Oczywiście, jednym ze źródeł kapitału prywatnego mogą być zamożni obywatele prowadzący działalność charytatywną. Ten aspekt działalności nie jest typowym celem sektora prywatnego i ma *quasi*-publiczny charakter. Nie jest w dalszej części przedmiotem rozważań.

²⁷ Jednocześnie znacząco zostaje zmniejszona efektywność programów wsparcia. G. Murray oraz M. V. J. Maula, *op. cit.*, s. 122-123.

²⁸ Zarówno inwestorzy prywatni jak i publiczny wykorzystywać będą podobne instrumenty do redukcji kosztów agencji. Zob. M. Panfil, *Fundusze private equity: wpływ na wartość spółki*, Centrum Doradztwa i Informacji Difin, Warszawa, 2005, s. 101-104; M. Jääskeläinen, M. Maula oraz G. Murray, *op. cit.*, s. 916-918.

zwiększenie wielkości inwestycji podmiotów prywatnych. Odzwierciedla wagę, jaką rząd przywiązuje do finansowania nowych przedsiębiorstw. Niedostateczne ich finansowanie jest następstwem niższych rezultatów inwestycyjnych oraz większego ryzyka, niż w przypadku bardziej dojrzałych spółek. Rząd, który decyduje się na utworzenie hybrydowego funduszu *venture capital*, traci jednocześnie możliwość bezpośredniego wpływania na działalność funduszu. Pozostawienie takiej możliwości mogłoby odstraszać potencjalnych, prywatnych inwestorów, obawiających się wyłączenia lub ograniczenia zysków w wyniku bezpośredniej interwencji inwestora publicznego. Ponadto, pozostawienie możliwości wpływania przez inwestora publicznego na bieżącą politykę inwestycyjną funduszu skutkowałoby rezygnacją z zarządzania funduszem przez doświadczonych menedżerów²⁹. Na proponowane warunki byłyby skłonne zgodzić się tylko mniej doświadczone fundusze³⁰.

Atrakcyjność inwestycyjna funduszu musi się zwiększyć, aby przyciągnąć podmioty prywatne i zespół doświadczonych menedżerów. Następuje to przez poprawę stopy zwrotu z kapitału dla inwestorów prywatnych (*equity enhancement*). Najczęściej wykorzystuje się następujące struktury bodźców³¹:

- Wspólna inwestycja z podmiotem publicznym, która pozwala na założenie funduszu i osiągnięcie odpowiedniej skali działalności;
- Uprzywilejowanie w zwrocie kapitału i wypłacie zysku dla inwestorów prywatnych. Pozwala na poprawę stopy zwrotu z inwestycji dla tych podmiotów;
- Dostarczanie kapitału w formie pożyczki przez inwestora publicznego pozwala na uzyskanie efektu dźwigni finansowej;
- Ograniczony udział w zyskach dla inwestora publicznego, z reguły określony kosztem pozyskania przez niego kapitału;
- Opcja wykupu, pozwalająca na wcześniejsze wyjście z inwestycji inwestora publicznego na określonych *ex ante* warunkach;
- Gwarancja przed stratami, określona w stosunku do pewnej części kapitału inwestorów prywatnych;
- Refundacja kosztów operacyjnych spółki zarządzającej, poprawiająca stopę zwrotu dla inwestorów prywatnych.

Pierwszy z wymienionych instrumentów poprawia perspektywy inwestycji jedynie w sposób pośredni. Pozostałe instrumenty wpływają bezpośrednio na polepszenie stopy zwrotu inwestorów prywatnych. Zwiększenie wielkości

²⁹ G. C. Murray, *op. cit.*, s. 131.

³⁰ Podobny zresztą skutek miałyby ograniczenia wynagrodzeń dla zarządzających funduszem. Por. G. L. Albano oraz C. Leaver, *Transparency, recruitment and retention in the public sector*, CMPO Working Paper Series nr 05/132, University of Bristol, Bristol, 2005.

³¹ M. Jääskeläinen, M. Maula oraz G. Murray, *op. cit.*, s. 917.

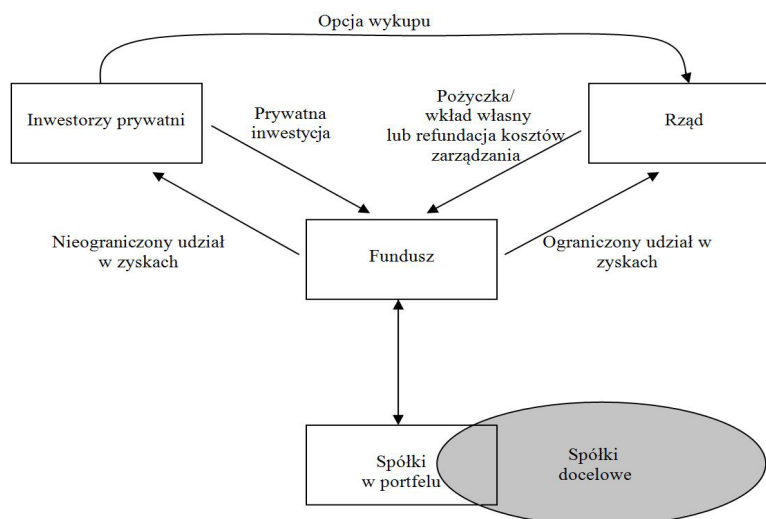
funduszu *venture capital* prowadzi do większej skali działalności i poprawy efektywności gospodarowania. Dostarczenie kapitału w formie pożyczki i uzgodniony, ograniczony udział inwestora publicznego mają podobne skutki, jeśli przedsięwzięcie inwestycyjne przynosi zyski. Opóźnienie w zwrocie kapitału i wypłacie zysku dla inwestora prywatnego służy poprawie wewnętrznej stopy zwrotu dla inwestorów prywatnych. Wszystkie te środki mają tym większy wpływ na zyski podmiotów prywatnych, im większy jest udział kapitałów publicznych w finansowaniu funduszu (tym wyższy jest efekt dźwigni). Ochrona przed stratami nie stanowi bodźca do zwiększenia efektywności gospodarowania kapitałami przez spółkę zarządzającą. Zwiększa ryzyko zachowań oportunistycznych. W związku z tym tego rodzaju ochronę wprowadzono w niewielu, niezbyt udanych programach³². Gwarancja może stanowić negatywny sygnał dla innych inwestorów, gdyż *venture kapitalista*, który zarządza funduszem, w ograniczonym zakresie odpowiada za konsekwencje podejmowanych decyzji inwestycyjnych³³. Racjonalny choć nierozważny *venture kapitalista* może być zachęcony do podejmowania bardziej ryzykownych działań przy asymetrycznej odpowiedzialności za starty (problem ryzyka moralnego). Dotychczas nie przeprowadzono badań porównawczych pozwalających na ewaluację efektywności poszczególnych instrumentów w różnych środowiskach instytucjonalnych. W pewnym zakresie przeprowadzono ewaluacje krajowe³⁴.

Dotychczasowe rozważania pozwalają na konstrukcję ogólnego modelu funduszu hybrydowego, który przedstawia rysunek nr 1. Występują trzy grupy podmiotów: inwestorzy prywatni, rząd (inwestor publiczny) oraz fundusz. Inwestorzy prywatni i rząd wnoszą kapitał do funduszu, choć odbywa się to na różnych zasadach. Warunki uczestnictwa rządu w funduszu są gorsze niż inwestora prywatnego. Ma to na celu stworzenie systemu bodźców dla uczestnictwa podmiotów prywatnych w funduszu. Opcja wykupu udziałów rządowych przez inwestorów prywatnych pozwala zademonstrować sukces przedsięwzięcia oraz umożliwia inwestorowi publicznemu szybsze wyjście z inwestycji w przypadku sukcesu. Decyzje dotyczące wyboru spółek w portfelu inwestycyjnym funduszu podejmuje wyłącznie jego organ zarządzający, podobnie jak decyzje o wyjściu z inwestycji. Wybór spółek w portfelu tylko częściowo będzie się pokrywał z preferencjami organu publicznego. Organ zarządzający zobowiązany jest w pierwszej kolejności do uzyskiwania najlepszych wyników inwestycyjnych (a nie realizacji celów społecznych). Odwrócenie hierarchii celów skutkowałoby naruszeniem interesów inwestorów prywatnych.

³² Takich jak Deutsche Wagnisfinanzierungsgesellschaft (WFG) w Niemczech, SOFARIS we Francji, czy też Equity Guarantee Program w Danii.

³³ R. J. Gilson, *op. cit.*, s. 1096.

³⁴ W takich krajach jak Wielka Brytania, Australia, Nowa Zelandia. Zob. G. C. Murray, *op. cit.*, s. 132.

Rysunek 1. Model hybrydowego funduszu *venture capital*

Źródło: Opracowanie własne.

Na zakończenie tego podpunktu warto jeszcze zwrócić uwagę na ważny element polityki wspierania funduszy *venture capital*. Z pozoru polityka wspierania mniejszych funduszy lub rozdział środków finansowych na większą ich grupę może wydawać się właściwsza, gdyż zapewnia konkurencję między wspieranymi podmiotami i nie uprzywilejowuje tylko niektórych z nich. Niemniej prowadzenie złożonej działalności inwestycyjnej na rynku spółek na wczesnym etapie rozwoju wymaga zwiększonego zaangażowania, doświadczenia i zasobów ze strony inwestującego funduszu³⁵. Większe fundusze mogą poprawiać efektywność inwestowania dzięki występującym efektom skali. Lepsze są też ich możliwości wykorzystania doświadczeń i potencjał uczenia się w procesie inwestowania. Poza tym, mniejsze jest ryzyko bankructwa funduszu na skutek problemów z poszczególnymi inwestycjami (dzięki większej dywersyfikacji portfela inwestycyjnego). Z powyższych względów należy zalecić koncentrację instrumentów wsparcia dla funduszy *venture capital* na niewielkiej ich grupie.

4.2. Nadzór inwestora publicznego nad funduszem hybrydowym

Nadzór inwestora publicznego nad inwestycjami funduszu jest – ze wspomnianych wcześniej względów – bardzo ograniczony. Nie wynika to wyłącznie z okoliczności, że prawo wyłącza możliwość aktywnego kierowania i kontrolowania spółki przez *limited partners* w *limited partnership*, która jest najbardziej popularnym wehikułem inwestycyjnym. Takie uprawnienia spowodowałyby utratę korzyści (zwłaszcza podatkowych i w zakresie

³⁵ D. Dimov oraz G. Murray, *op. cit.*, s. 132.

odpowiedzialności) przez pasywnych inwestorów (a więc także inwestora publicznego)³⁶. Formą prawną, która jest najbardziej właściwa do organizacji funduszy hybrydowych w Polsce, jest spółka komandytowo-akcyjna. Ta forma prawna pozwala na większy zakres kontroli ze strony komandytariuszy (*limited partners*) niż miało to miejsce w *limited partnership*³⁷. Nie oznacza to jednak, że inwestor publiczny będzie mógł z nich skorzystać. Po pierwsze, dominującym modelem relacji między zarządzającym funduszem a inwestorami stanowi anglosaski model *limited partnership*. Zarządzający nie zgodzą się na bieżącą kontrolę działalności inwestycyjnej przez inwestora publicznego, nawet jeżeli byłoby to prawnie dopuszczalne³⁸. Po drugie, istotne uprawnienia kontrolne inwestora publicznego byłyby negatywnym sygnałem dla inwestorów prywatnych. Wskazywałyby na upolitycznienie działalności funduszu³⁹. Organy publiczne nie pozostają jednak bez wpływu na decyzje inwestycyjne funduszu. Możliwość wyznaczania warunków finansowania wynika z tego, że fundusze *venture capital* nie są zainteresowane inwestowaniem w spółki na wczesnym etapie rozwoju (a zwłaszcza w fazę zasiewu). Spadek zainteresowania doświadczonych inwestorów tymi inwestycjami wiąże się z przesunięciem ich zainteresowania w kierunku działalności *private equity*⁴⁰. Mimo niezmiennych deklaracji o wadze inwestycji w spółki na wczesnym etapie rozwoju, fundusze *venture capital* same nie podejmują się inwestycji i oczekują od rządu podjęcia się tej roli⁴¹. Z tych względów organy publiczne posiadają istotną siłę przetargową przy ustalaniu warunków umowy z *venture* kapitalistą i powinny wykorzystać tę okoliczność w ramach negocjacji umowy⁴². Podstawowym mechanizmem kontroli jest ustalenie warunków wynagrodzenia menedżerów. Odpowiednia struktura bodźców redukuje koszty agencji i zmniejsza ryzyko zachowań oportunistycznych⁴³. Wynagrodzenie

³⁶ Szerzej na temat charakteru prawnego uczestnictwa w *limited partnership* zob. A. L. Feld, *The "Control" Test for Limited Partnerships*, "Harvard Law Review", vol. 82, 1969, nr 7, s. 1471-1484; J. C. Long, *Partnership, Limited Partnership, and Joint Venture Interests As Securities*, "Missouri Law Review", vol. 37, 1972, nr 4, s. 581-616.

³⁷ A. Kidyba, *Prawo handlowe*, C. H. Beck, Warszawa, 2008, s. 336-338.

³⁸ Dążenie do przyciągnięcia doświadczonej kadry zarządzającej wymaga zaakceptowania standardów prywatnych funduszy *venture capital*. Także w odniesieniu do długiego horyzontu inwestycyjnego. Zob. G. C. Murray oraz D. C. Lingelbach, *op. cit.*, s. 18.

³⁹ J. Lerner wskazuje, że może mieć to negatywne skutki dla rentowności działalności inwestycyjnej, zwłaszcza przez wpływ grup lobbingowych na polityków (*When Bureaucrats Meet...*, *op. cit.*, s. F79).

⁴⁰ Por. L. W. Busenitz, *The performance of venture capital investments*, w: H. Landström, (red.), *Handbook of research on venture capital*, Edward Elgar, Cheltenham, 2007, s. 236-252.

⁴¹ G. C. Murray oraz D. C. Lingelbach, *op. cit.*, s. 15-16.

⁴² Należy podkreślić, że wszelkie sposoby i mechanizmy kontroli i nadzoru powinny być określone *ex ante*. Zmiany i interwencja w trakcie funkcjonowania funduszu prowadzi nieuchronnie do zarzutu, że działalność inwestycyjna funduszu uległa upolitycznieniu, a skutkiem będzie utrata wiarygodności prowadzonej polityki.

⁴³ M. Panfil, *op. cit.*, s. 102-103.

powinno odpowiadać zasadom rynkowym⁴⁴. Struktura wynagrodzenia powinna motywować zarząd do osiągania lepszych wyników inwestycyjnych. Spółka zarządzająca i poszczególni członkowie zespołu zarządzającego funduszem powinni wnieść odpowiedni wkład własny do funduszu, który nie jest objęty mechanizmem ochrony przed stratami. Ważnym mechanizmem pośredniej kontroli jest reputacja spółki zarządzającej. Dofinansowaniem publicznym nie są zainteresowane największe fundusze *venture capital* na rynku, gdyż dysponują już dużymi kapitałami ze strony inwestorów prywatnych. Zainteresowane będą mniejsze fundusze, które budują dopiero swoją reputację i mają mniejsze koszty alternatywne zaangażowania się w realizację programu publicznego⁴⁵. Niepowodzenie w realizacji programu publicznego może im bardzo zaszkodzić. Stąd są w istotny sposób zainteresowani budowaniem i zachowaniem reputacji. Sprzyja to także ich większej odpowiedzialności. Organy publiczne powinny jednak w pierwszej kolejności realistycznie określić cele działalności funduszu. Innym mechanizmem pośredniej kontroli są rundy finansowania. Dalsze finansowanie jest uzależnione od spełnienia warunków, jakie nałożono na realizację programu we wcześniejszej rundzie finansowania. Opisywany mechanizm powszechnie wykorzystuje się w relacjach między funduszem *venture capital* a jego spółkami portfelowymi⁴⁶. W odróżnieniu jednak od klasycznego funduszu, organy publiczne powinny w większym stopniu przywiązywać wagę do pozafinansowych wymogów, w tym przede wszystkim jakości usług świadczonych przez spółkę zarządzającą i poziomu realizacji celów publicznych⁴⁷. Kolejne rundy inwestycyjne powinny pozwalać na ocenę dotychczasowych wyników inwestycyjnych i być odpowiednio duże, by zapewnić efektywną skalę działalności⁴⁸. Uzupełniającym mechanizmem kontroli są gwarancje dotyczące właściwego prowadzenia spraw spółki udzielane przez spółkę zarządzającą i poszczególnych jej menedżerów.

W tym miejscu należy jeszcze wskazać na ryzyko moralne niewłaściwej wyceny spółki portfelowej w momencie wyjścia z inwestycji (dezinwestycji).

⁴⁴ Łącznie z wysokością ryczałtowej opłaty za zarządzanie (2-3% od wielkości zarządzanego funduszu rocznie).

⁴⁵ M. Jääskeläinen, M. Maula oraz G. Murray, *op. cit.*, s. 918.

⁴⁶ Jako środek redukcji kosztów agencji w umowach długoterminowych. Zob. P. A. Gompers oraz J. Lerner, *The venture capital cycle*, MIT Press, Cambridge, MA, 1999, s. 166-169.

⁴⁷ Choć kryterium finansowe (stopy zwrotu z inwestycji) powinno być nadal najważniejszym wskaźnikiem rezultatów procesu inwestycyjnego, mało atrakcyjny przedmiot inwestycji (spółki na wczesnym etapie rozwoju) oraz wykorzystywane bodźce inwestycyjne sprawiają, że rząd nie może oczekiwać w wypadku realizacji tych programów wysokiej stopy zwrotu i należy się liczyć z reguły ze stratami. Zob. G. C. Murray oraz D. C. Lingelbach, *op. cit.*, s. 13-14.

⁴⁸ Inwestycje *venture capital* mają charakter długookresowy. Zwrotu zainwestowanego kapitału należy oczekiwać w perspektywie kilkuletniej. Niemniej efektywność działania funduszu zależy od zgromadzonego w pierwszym roku działalności kapitału. Por. P.-Y. Mathonet oraz T. Meyer, *J-curve exposure: managing a portfolio of venture capital and private equity funds*, Wiley, Hoboken, N.J., 2007.

Spółka zarządzająca, jako agent inwestorów może próbować im zaszkodzić, sprzedając spółkę portfelową poniżej jej wartości, by zrealizować zyski – w sposób pośredni lub bezpośredni – w ramach innego funduszu, inwestującego w spółki na kolejnych etapach rozwoju. Jest to skutkiem asymetrycznej informacji, jaką dysponuje spółka zarządzająca i inwestorzy. Zabezpieczeniem dla inwestora publicznego będzie niezależna wycena przy niepublicznej sprzedaży udziałów w spółkach portfelowych. Kończąc dotychczasowe rozważania, należy podkreślić, że bezpośrednia interwencja w bieżącą działalność funduszu powinna być dopuszczalna wyłącznie w przypadku popełnienia przestępstwa przez zarządzających funduszem.

5. Zakończenie

Hybrydowe fundusze kapitałowe stały się najważniejszym instrumentem publicznej polityki wsparcia kapitału ryzyka w rozwiniętych krajach OECD. Sukces ten wynika w dużym stopniu z ograniczeniem wpływu czynników politycznych w tego rodzaju funduszach w porównaniu z zaangażowaniem bezpośrednim. Nie bez znaczenia było jednak powodzenie pierwszego programu wspierania funduszy *venture capital* w Stanach Zjednoczonych w formie *Small Business Investment Companies*, które działały jako fundusze hybrydowe z udziałem inwestorów prywatnych. Wspomniany program ustanowił standard, który był następnie replikowany w innych państwach.

W Polsce zapoczątkowano prowadzenie świadomej polityki stosunkowo niedawno. Za ten moment należy uznać utworzenie Krajowego Funduszu Kapitałowego w 2005 r.⁴⁹ Paradoksalnie jednak rozwój całego rynku *venture capital* zainicjował na początku lat 90-tych kapitał publiczny. Utworzone ze środków rządów zagranicznych miały jednak inny cel. Wspierały procesy prywatyzacji mniejszych przedsiębiorstw państwowych⁵⁰. Podobnie zresztą było w przypadku publicznych i krajowych Narodowych Funduszy Inwestycyjnych. Z tego powodu należy z dużą ostrożnością podchodzić do tamtych doświadczeń w obecnej polityce wspierania funduszy *venture capital*, które inwestują w małe i średnie przedsiębiorstwa na wczesnym etapie rozwoju. Niemniej w prowadzeniu takiej polityki można wykorzystać wieloletnie doświadczenia państw Europy Zachodniej, pamiętając o konieczności uwzględnienia różnic w rozwoju krajowego środowiska instytucjonalnego. W niniejszym opracowaniu dokonano przeglądu bodźców inwestycyjnych wykorzystywanych w funduszach hybrydowych, zaproponowano podstawowe mechanizmy kontroli i nadzoru nad inwestycjami funduszu oraz sposób kształtowania relacji między inwestorami

⁴⁹ Ustawa z dnia 4 marca 2005 r. o Krajowym Funduszu Kapitałowym (Dz. U. nr 57, poz. 491).

⁵⁰ M. Pietraszewski, *Proces inwestycyjny realizowany przez fundusze private equity*, Wyższa Szkoła Humanistyczno-Ekonomiczna, Włocławek, 2007, s. 82-84.

prywatnymi a rządem. Należy jednak pamiętać, że równie ważne jest określenie odpowiednio realistycznych celów interwencji i zapewnienie odpowiedniej swobody w prowadzeniu polityki inwestycyjnej przez fundusz⁵¹. Z reguły jednak urzędnikom trudno jest porzucić przekonanie o konieczności administracyjnej kontroli wydatkowania środków zainwestowanych w funduszu *venture capital*.

Literatura

1. Albano, G. L. oraz Leaver, C., *Transparency, recruitment and retention in the public sector*, CMPO Working Paper Series nr 05/132, University of Bristol, Bristol, 2005.
2. Busenitz, L. W., *The performance of venture capital investments*, w: H. Landström, (red.), *Handbook of research on venture capital*, Edward Elgar, Cheltenham, 2007.
3. Bygrave, W. D. oraz Timmons, J. A., *Venture capital at the crossroads*, Harvard Business School Press, Boston, MA, 1992.
4. Cumming, D., Fleming, G. oraz Schwienbacher, A., *The structure of venture capital funds*, w: H. Landström (red.), *Handbook of research on venture capital*, Edward Elgar, Cheltenham, 2007.
5. Dimov, D. oraz Murray, G. C., *Determinants of the Incidence and Scale of Seed Capital Investments by Venture Capital Firms*, "Small Business Economics", vol. 30, 2008, nr 2.
6. Dossani, R., oraz Kenney, M., *Creating an Environment for Venture Capital in India*, "World Development", vol. 30, 2002, nr 2, s. 227-253.
7. Feld, A. L., *The "Control" Test for Limited Partnerships*, "Harvard Law Review", vol. 82, 1969, nr 7, s. 1471-1484.
8. Gilson, R. J., *Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience*, "Stanford Law Review", vol. 55, 2003, nr 4, s. 1067-1103.
9. Gompers, P. A. oraz Lerner, J., *The venture capital cycle*, MIT Press, Cambridge Mass., 1999.
10. Gualandri, E., Venturelli, V. oraz Braga, F. (red.), *Bridging the equity gap for innovative SMEs*, Palgrave Macmillan, Basingstoke, 2008.
11. Jääskeläinen, M., Maula, M. oraz Murray, G., *Profit distribution and compensation structures in publicly and privately funded hybrid venture capital funds*, "Research Policy", vol. 36, 2007, nr 7,
12. Kidyba, A., *Prawo handlowe*, C. H. Beck, Warszawa, 2008.
13. Leleux, B. oraz Surlemont, B., *Public versus private venture capital: seeding or crowding out? A pan-European analysis*, "Journal of Business Venturing", vol. 18, 2003, nr 1.
14. Lerner, J., *Boulevard of broken dreams*, Princeton University Press, Princeton, 2009.
15. Lerner, J., *The Government as Venture Capitalist: The Long-Run Impact of the SBIR Program*, "Journal of Business", vol. 72, 1999, nr 3.
16. Long, J. C., *Partnership, Limited Partnership, and Joint Venture Interests As*

⁵¹ R. Sułkowski (op. cit., s. 135) również akcentuje znaczenie tych warunków.

- Securities*, "Missouri Law Review", vol. 37, 1972, nr 4.
17. Mathonet, P.-Y. oraz Meyer, T., *J-curve exposure: managing a portfolio of venture capital and private equity funds*, Wiley, Hoboken, N.J., 2007.
 18. Murray, G. C. oraz Lingelbach, D. C., *Twelve Meditations on Venture Capital: Some Heretical Observations on the Dissonance between Theory and Practice When Applied to Public/Private Collaborations on Entrepreneurial Finance Policy*, University of Exeter Business School, Working Papers 09/06, 2009.
 19. Murray, G. C., *Venture capital and government policy*, w: Landström, H. (red.), *Handbook of research on venture capital*, Edward Elgar, Cheltenham, 2007.
 20. Murray, G., oraz Maula, M. V. J. , *Finnish Industry Investment ltd: an International Evaluation*, Ministry of Trade & Industry, Helsinki, 2003.
 21. OECD, *Government Venture Capital for Technology-based Firms*, OECD/GD (97) 201, Paris, 1997
 22. OECD, *The SME Financing Gap (Vol. I) : Theory and Evidence*, Paris, 2006.
 23. OECD, *Venture Capital: Trends and Policy Recommendations*, "OECD Papers", vol. 4, 2004, nr 10.
 24. Panfil, M., *Fundusze private equity: wpływ na wartość spółki*, Centrum Doradztwa i Informacji Difin, Warszawa, 2005.
 25. Pietraszewski, M., *Proces inwestycyjny realizowany przez fundusze private equity*, Wyższa Szkoła Humanistyczno-Ekonomiczna, Włocławek, 2007.
 26. Śliwa, R., *Osobowa spółka zwykła typu partnership w prawie anglosaskim*, Zeszyty Naukowe AE nr 481, Kraków, 1996, s. 47-62.
 27. Sobańska, K. oraz Sieradzan, P., *Inwestycje private equity/venture capital*, Wydaw. Key Text, Warszawa, 2004.
 28. Stolpe, M., oraz Schertler, A., *Venture mania in Europe: Its causes and consequences*, Kiel Discussion Papers nr 358, Kiel, 2000.
 29. Sułkowski, R., *Publiczne fundusze venture capital - źródło kapitału dla małych i średnich przedsiębiorstw*, Zeszyty Naukowe Akademii Ekonomicznej nr 667, Kraków, 2004.
 30. Świdorska, J., *Quasi-fundusze venture capital: publiczne wsparcie innowacyjnych MSP*, Centrum Doradztwa i Informacji Difin, Warszawa, 2008.

Akty prawne

1. Ustawa z dnia 4 marca 2005 r. o Krajowym Funduszu Kapitałowym (Dz. U. nr 57, poz. 491).

Streszczenie

Opracowanie jest poświęcone interwencji organów publicznych w działalność funduszy *venture capital*, nadzorowi inwestora publicznego i strukturze relacji z funduszem *venture capital* w ramach tej interwencji. Dokonano podziału interwencji na interwencję bezpośrednią, pośrednią i regulacyjną. W artykule zawarto charakterystykę dwóch pierwszych rodzajów interwencji. Opracowanie zawiera propozycje i wnioski dotyczące form i sposobu interwencji publicznej w rozwój funduszy *venture capital* w Polsce.

Supervision and relation between public investor and venture capital fund

Abstract

This article treats of issues arising from public intervention in venture capital funds' activity as well as from supervision and relations between public investor and venture capital fund. The public intervention is divided into three main categories: direct public involvement, indirect public involvement and regulatory involvement. The article describes the first two means of intervention. It contains some proposal and conclusions regarding public intervention in the development of venture capital funds in Poland.