



Prof. dr hab. Jerzy Węclawski

Lublin, 12.08.2022 r.

Katedra Bankowości i Rynków Finansowych

Wydział Ekonomiczny

Uniwersytet Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie

### Recenzja

rozprawy doktorskiej mgr. Michała Przybyłowskiego pt. *Koncepcja pomiaru efektów publicznego wsparcia polskiego rynku venture capital*  
(promotor: dr hab. Anna Zamojska, prof. uczelni)

#### 1. Poprawność wyboru obszaru badań

Rynek venture capital we współczesnej, zinstytucjonalizowanej formie zaczął się kształtować od końca lat 40 XX w. w Stanach Zjednoczonych i W. Brytanii. Jedną z charakterystycznych cech początkowego etapu jego rozwoju było bezpośrednie zaangażowanie instytucji publicznych w finansowanie innowacyjnych przedsiębiorstw. Także późniejsze tworzenie tego segmentu rynku kapitałowego w kolejnych krajach było związane z silnym początkowo zaangażowaniem państwa. Stopniowe przejmowanie rynku przez inwestorów prywatnych wskazało, że są oni bardziej efektywni niż instytucje publiczne. Z drugiej jednak strony formalni inwestorzy prywatni wykazują wysoką awersję do finansowania procesu zakładania przedsiębiorstw i wspierania początkowych faz ich rozwoju, które są istotne dla podnoszenia innowacyjności i konkurencyjności gospodarki. W tym kontekście powstaje dylemat, czy a jeżeli tak, to w jakim zakresie i przy jakiej zakładanej efektywności państwo powinno angażować się bezpośrednio w inwestycje venture capital?

Zarysowany problem odnosi się także do stosunkowo młodego polskiego rynku venture capital, zwłaszcza w kontekście występującej w ostatnich latach znacznej aktywności instytucji publicznych bądź powiązanych z nimi. Badania ewaluacyjne odnoszące się do interwencji rządowych na rynku venture capital są obecnie nieodłącznym elementem tej działalności. Wybór obszaru badań uważam tym samym za w pełni zasadny z uwagi na aktualność i znaczenie gospodarcze tego problemu, brak w Polsce szerszych badań w tym zakresie a zwłaszcza adekwatnych narzędzi pomiaru efektywności inwestowania środków publicznych na zasadach venture capital.

## 2. Sformułowanie tematu oraz określenie celu pracy, hipotez i metod badawczych

Zaproponowanie koncepcji pomiaru efektów publicznego wsparcia polskiego rynku venture capital, co zostało jednoznacznie zawarte w temacie pracy, uważam za właściwe ujęcie problemu badawczego dla pracy doktorskiej. Odpowiada on wskazanej powyżej luce badawczej i zapowiada propozycję jej ograniczenia, co stanowi z kolei główny cel pracy. Został on zdezagregowany na 8 celów szczegółowych, realizowanych w kolejnych rozdziałach, a zmierzających do opisu istoty inwestycji venture capital i ich znaczenia gospodarczego, zasadności rządowych interwencji na rynku venture capital oraz efektów tego zaangażowania. Tak sformułowane cele są spójne i odpowiadają wymaganiom stawianym pracom doktorskim w zakresie wykazania się przez Doktoranta odpowiednią wiedzą i umiejętnością prowadzenia badań naukowych.

W pracy przyjęto 3 hipotezy badawcze. Pierwsza ma charakter historyczny i wydaje się dość oczywista, gdyż opiera się na stwierdzeniu, że interwencje dokonane przez Krajowy Fundusz Kapitałowy były zbyt małe aby doprowadzić do wzrostu inwestycji venture capital. Faktycznie w kolejnych latach nie objętych badaniami skala tych inwestycji była zdecydowanie większa, co otwiera pole do bardziej miarodajnych badań ich rezultatów. Hipoteza druga odnosi się do ważnego problemu potrzeby tworzenia przez państwo odpowiednich warunków instytucjonalnych do rozwoju rynku venture capital. Trzecia hipoteza jest bezpośrednio związana z tematem pracy i dotyczy porównania efektywności spółek finansowanych publicznym i prywatnym venture capital. Wszystkie hipotezy związane są z problemem badawczym rozpatrywanym w pracy i w tym aspekcie uważam je za zasadne.

Badania zostały przeprowadzone z zastosowaniem prawidłowo dostosowanego do celów pracy zestawu metod badań ilościowych i jakościowych. Większość rozważań oparta jest na przeglądzie literatury przedmiotu, uzupełnionym analizami danych statystycznych pozwalającymi na odpowiednie zilustrowanie znaczenia gospodarczego omawianych zagadnień oraz analizami porównawczymi tworzącymi odniesienie do sytuacji w innych krajach. Ten ostatni przekrój jest o tyle istotny i zasadny, że polski rynek venture capital nie jest jeszcze w pełni ukształtowany. Do oceny efektów interwencji publicznych na tym rynku zastosowano odpowiednio dobrane metody statystyczne oraz technikę modelowania ekonometrycznego.

Praca opiera się na dość obszernej, głównie anglojęzycznej literaturze przedmiotu oraz raportach i różnorodnych zestawieniach informacji i danych w dostępie internetowym. Należy jednak wskazać na brak uwzględnienia kilku wartościowych monografii polskich autorów (E. Grzegorzcyk, M. Wrzesińskiego, P. Zasepy, A. Zimnego).

Pewną słabością rzutującą na wartość poznawczą przeprowadzonych w pracy badań empirycznych jest odniesienie ich zasadniczej części do lat 2007-2017, gdy zakres i formy zaangażowania państwa na rynku venture capital były stosunkowo niewielkie. Wycinkowe odniesienie się do danych z lat 2018-2020 jedynie częściowo rozwiązuje ten problem.

### **3. Układ pracy i ocena treści poszczególnych rozdziałów**

Praca obejmuje łącznie 250 stron tekstu, co należy uznać za objętość w pełni dostosowaną do jej rodzaju i zakresu problemowego badań. Ma zrównoważony układ wewnętrzny składający się z 6 rozdziałów o strukturze uwzględniającej właściwie dobrane zagadnienia. Sekwencja rozważań jest prawidłowa i prowadzi od wyjaśnienia pojęć, dokonania klasyfikacji zjawisk i instytucji, wychodząc od kwestii ogólnych, przez wprowadzenie komponentu udziału państwa w regulacji rynku, prowadząc do zasadniczego problemu badawczego jakim jest pomiar efektywności interwencji czynnika publicznego.

Rozdział pierwszy zawiera przegląd definicji venture capital zasadnie wskazując na różnorodność i zmienność w czasie postrzegania tej formy finansowania. W dalszej kolejności określono lokalizację venture capital na rynku kapitałowym. Pojawia się w tym kontekście niezgodne ze stanem faktycznym stwierdzenie, że giełda papierów wartościowych jest najbardziej powszechnym sposobem wyjścia z inwestycji (s. 29). Trzecim problemem omawianym w tym rozdziale jest segmentacja rynku venture capital. Także w tym miejscu występuje nieścisłość, a mianowicie stwierdzenie, że Invest Europe i NVCA są instytucjami zrzeszającymi fundusze venture capital (s. 35).

W rozdziale drugim dokonano przeglądu zagadnień związanych z działalnością funduszy venture capital. Zaprezentowano podstawowe klasyfikacje tych instytucji finansowych, przedstawiono rolę funduszy we wspieraniu spółek portfelowych oraz znaczenie inwestycji venture capital dla gospodarki. Pozytywnie oceniam powołanie wyników szeregu badań dotyczących dwóch ostatnich zagadnień, co nadało im wymiar praktyczny. Doktorant nieprecyzyjnie posługuje się tutaj takimi pojęciami jak „fundusze rządowe” – jest to pewne uproszczenie, które należałoby wyjaśnić, gdyż w rzeczywistości są to fundusze wyposażone w środki publiczne, a ich założycielami są instytucje rządowe, samorządowe bądź inne podmioty, czy „fundusze bankowe” - tymczasem poza bankami założycielami są też inne instytucje finansowe. Zabrakło w tym miejscu odniesienia do klasyfikacji operatorów venture capital wynikającej z obowiązującej dyrektywy unijnej (Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2011/61/UE z 8.06.2011 r. w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi) i jej implementacji w polskim systemie prawnym (Ustawa z dnia 31.03.2016 r. o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych). Regulacje te wprowadzają ważną z praktycznego punktu widze-

nia klasyfikację form prawnych inwestycji venture capital. Tymczasem w dalszym tekście pojawia się odniesienie do Alternatywnych Spółek Inwestycyjnych (s. 156). Trudno zgodzić się ze stwierdzeniem, że założenie przez „aniołów biznesu” klasycznego funduszu venture capital jest elementem nieformalnego rynku venture capital. „Aniołowie biznesu” często tworzą syndykaty, ale występują w nich jako indywidualni inwestorzy. Można również wskazać, że na str. 43 pojawiają się dane dotyczące udziału osób indywidualnych i family offices w rynku venture capital bez informacji jakiego obszaru/kraju to dotyczy. Nieuzasadnione jest stwierdzenie, że zadaniem funduszu venture capital jest minimalizowanie ryzyka (s. 44). Inwestorzy ci świadomie akceptują ryzyka specyficzne związane ze spółką portfelową, a jedynie próbują je ograniczać poprzez odpowiednią ocenę i selekcję projektów oraz wsparcie w zarządzaniu.

W rozdziale trzecim Doktorant, odwołując się do teorii ekonomicznych głównego nurtu, przytacza argumenty za interwencją państwa w przebieg procesów gospodarczych oraz wskazuje na mankamenty jego zaangażowania. W sposób zasadny z punktu widzenia problemu podjętego w pracy odwołał się do teorii kontraktów, teorii kosztów transakcyjnych oraz zjawiska asymetrii informacji, jako wyjaśniających relacje występujące między funduszem venture capital a spółką portfelową. Uważam, że rozważania te stanowią właściwą podbudowę teoretyczną do zagadnień podejmowanych w pracy. W szczególności wskazują luki w tym segmencie rynku, które stanowią przesłankę do włączenia się państwa w proces inwestowania venture capital i poszukiwania odpowiednich form jego zaangażowania.

Rozdział czwarty obejmuje przegląd interwencji rządowych na rynku venture capital. Doktorant przedstawił je w sposób dość szczegółowy w odniesieniu do USA i W. Brytanii, opisując formy organizacyjne, zakres wsparcia kapitałowego, wskazując na sukcesy i mankamenty realizacji poszczególnych programów oraz znaczenie państwa w tworzeniu otoczenia sprzyjającego inwestycjom venture capital. Natomiast w odniesieniu do krajów członkowskich Unii Europejskiej ograniczył się do wskazania jedynie kilku działań o charakterze ogólnoeuropejskim. Zabrakło natomiast chociażby przykładowego wskazania przedsięwzięć podejmowanych w tym zakresie w poszczególnych (wybranych) krajach.

W logicznej sekwencji prowadzonej analizy w kolejnym (piątym) rozdziale pracy przedstawiono problem ewaluacji rządowych programów wsparcia inwestycji venture capital. Treści te są z punktu widzenia potrzeb pracy kompletne i obejmują definicję ewaluacji, określenie jej podstaw teoretycznych, kryteriów oceny, etapów realizacji oraz przegląd metod i technik badawczych. Rozważania te stanowiły odpowiednie wprowadzenie do przedstawienia problemu pomiaru efektów interwencji rządowej na rynku venture capital, w tym przykładów zastosowania określonych metod.

Ostatni (szósty) rozdział pracy zawiera wyniki badań przeprowadzonych przez Doktoranta a dotyczące efektów interwencji rządowych na rynku venture capital w ramach programów realizowanych w latach 2007-2017 przez Krajowy Fundusz Kapitałowy oraz prezentację autorskiej koncepcji pomiaru tych efektów. Analiza działalności KFK została przeprowadzona w sposób kompleksowy, uwzględniając w szczególności formy organizacyjne prowadzonej działalności, wartość dokonywanych inwestycji, ich udział w całym rynku venture capital w Polsce na tle wybranych krajów Europy Środkowo-Wschodniej oraz towarzyszące interwencji bezpośredniej działania regulacyjne wspierające tego typu inwestycje. Analizy statystyczne przeprowadzone w tym zakresie stanowiły podstawę do weryfikacji hipotezy 1 wskazując na zbyt małą skalę interwencji rządowych w stosunku do wielkości rynku venture capital aby wywrzeć znaczący wpływ na jego rozwój. Z kolei przeprowadzona w dalszej części rozdziału analiza czynników tworzących otoczenie rynku venture capital pozwoliła na weryfikację hipotezy 2, zakładającej, że państwo nie stworzyło w badanym okresie dostatecznie sprzyjających warunków do rozwoju inwestycji venture capital. Jest to w mojej opinii konstatacja prawidłowa. Drugi przekrój badań dotyczących interwencji rządowych w badanym zakresie uwzględnia ich wpływ na spółki portfelowe. Zastosowane w tym zakresie podejście kontrfaktyczne obejmujące spółki z portfela KFK korzystające z venture capital oraz spółki, które zadebiutowały na NewConnect doprowadziło Doktoranta do sformułowania wniosku, że spółki finansowane przez fundusze venture capital w ramach interwencji publicznych nie rozwijają się szybciej niż przedsiębiorstwa finansowane kapitałem prywatnym na rynku giełdowym (weryfikacja hipotezy 3). Jest to wniosek zgodny z sytuacją obserwowaną na przestrzeni wielu lat w innych krajach.

Przeprowadzone w pracy wielowymiarowe analizy interwencji państwa na rynku venture capital i ewidentna potrzeba dokonywania oceny efektywności tych działań stanowiły podstawę do zaproponowania przez Doktoranta autorskiej koncepcji pomiaru efektów publicznego wsparcia rynku venture capital. Ma ona wymiar kompleksowy i obejmuje stronę podażową (zaopatrywanie w kapitał i kształtowanie otoczenia) oraz stronę popytową reprezentowaną przez korzystające ze wsparcia przedsiębiorstwa i efekty tego wsparcia. Pomiar dokonywany jest za pomocą wskaźników ilościowych oraz ocen jakościowych, Można zatem uznać, że Doktorant zrealizował główny cel pracy.

#### **4. Uwagi do strony formalnej pracy**

Strona formalna dysertacji odpowiada wymaganiom stawianym rozprawom doktorskim. Autor posługuje się poprawnie językiem naukowym, tekst jest odpowiednio sformatowany i zawiera wszystkie niezbędne dla tego typu opracowań elementy. Występują w nim jedynie nie-



liczne błędy językowe, jak np. zapis małymi literami nazwy własnej „dolina krzemowa” (s. 48, 61), czy określenie „spółki z dużą ilością patentów” (s. 60), zamiast „liczbą”). Należy także zauważyć, że w pewnych fragmentach pracy pojawiają się wskazane w recenzji błędne bądź nieprecyzyjne stwierdzenia, podczas gdy w innych dany problem jest przedstawiany prawidłowo. Wskazuje to raczej na pewien brak precyzji przekazu i zapanowania nad tekstem, niż zasadnicze błędy.

## 5. Konkluzja

Biorąc pod uwagę sformułowane powyżej oceny cząstkowe i uwagi stwierdzam, że praca doktorska mgr. Michała Przybyłowskiego pt. *Koncepcja pomiaru efektów publicznego wsparcia polskiego rynku venture capital* spełnia wymagania określone w art. 13 ust. 1 Ustawy z dnia 14 marca 2003 r. o stopniach naukowych i tytule naukowym oraz o stopniach i tytule w zakresie sztuki (Dz. U. z 2017 r., poz. 1789 z późn. zm.). W oparciu o prawidłowo przeprowadzony wywód naukowy dokonano w niej identyfikacji ważnego problemu jakim jest ocena efektywności interwencji państwa na rynku venture capital. Doktorant wykazał się dobrą wiedzą w dyscyplinie ekonomia, w szczególności w zakresie funkcjonowania rynku venture capital. Wykazał się także umiejętnością samodzielnego prowadzenia pracy naukowej identyfikując ważny problem badawczy, prawidłowo określając cele i hipotezy oraz dobierając metody badawcze, a także realizując badania i przedstawiając autorską propozycję rozwiązania pomiaru efektów interwencji państwa na rynku venture capital. Na tej podstawie występuję do Rady Dyscypliny Ekonomia i finanse Uniwersytetu Gdańskiego o przyjęcie rozprawy jako pracy doktorskiej z dziedziny nauk ekonomicznych w zakresie w dyscypliny ekonomia oraz dopuszczenie jej do publicznej obrony.

prof. dr hab. Jerzy Węclawski