Asymetria informacji i ryzyka w finansowaniu startupów: analiza koncepcji Renee M. Jones

AUTOR

Fundacja Dobre Państwo

STRESZCZENIE / ABSTRACT

Artykuł analizuje zjawisko asymetrii informacyjnej w kontekście wynagrodzeń udziałowych (equity compensation) w startupach. Autor opisuje mechanizm „złotych kajdanek", w którym pracownicy akceptują niższe pensje w zamian za opcje na akcje, często nie rozumiejąc pełnego ryzyka i złożoności struktury kapitałowej. W przeciwieństwie do funduszy VC, pracownicy dysponują mniejszym dostępem do danych i ponoszą większą koncentrację ryzyka, inwestując jednocześnie swój kapitał finansowy i ludzki w jeden podmiot. Tekst zwraca uwagę na iluzoryczność wycen (np. 409A valuation), które nie zawsze odzwierciedlają realną wartość wypłaty przy sprzedaży firmy, co może prowadzić do sytuacji, w której instrumenty udziałowe stają się bezwartościowe.

The article analyzes the phenomenon of informational asymmetry in the context of equity compensation in startups. The author describes the 'golden handcuffs' mechanism, where employees accept lower salaries in exchange for stock options, often without fully understanding the risk and complexity of the capital structure. Unlike VC funds, employees have less access to data and bear a higher concentration of risk, investing both their financial and human capital into a single entity. The text highlights the illusory nature of valuations (e.g., 409A evaluation), which do not always reflect the real payout value upon the sale of the company, potentially leading to situations where equity instruments become worthless.

Artykuł analizuje systemowe patologie współczesnego finansowania startupów, koncentrując się na zjawisku asymetrii informacyjnej i strukturalnej. Autor stawia tezę, że mechanizmy takie jak equity compensation (opcje na akcje) oraz agresywne modele

venture capital przekształciły obietnicę współudziału w sukces w pułapkę ryzyka dla pracowników i narzędzie rynkowej dominacji dla kapitału. Poprzez analizę instrumentów finansowych, takich jak preferencje likwidacyjne czy pożyczki konwertowalne, tekst wykazuje, że pracownicy często podejmują decyzje o najwyższym aktywie swojego życia w warunkach niemal całkowitego braku transparentności, podczas gdy profesjonalni inwestorzy dysponują narzędziami ochrony kapitału. Tekst postuluje wprowadzenie zasady proporcjonalnej odpowiedzialności i przejrzystości (tzw. regulacyjne dojrzewanie), zgodnie z którą obowiązki informacyjne przedsiębiorstwa powinny rosnąć wraz z jego rzeczywistym znaczeniem gospodarczym i społecznym, aby zapobiec sytuacji, w której prywatność korporacyjna staje się parawanem dla transferu ryzyka na najsłabsze ogniwa systemu.

SŁOWA KLUCZOWE

asymetria informacji | equity compensation | złote kajdanki | pożyczka konwertowalna | waterfall analysis | preferencje likwidacyjne | 409A valuation | double-trigger | ratchet provisions | down round | Rule 701 Securities Act | common stock vs preferred stock | cap table | vesting schedule | konwersja wierzytelności

Equity compensation jako pułapka asymetrii informacyjnej

„Złote kajdanki". Pracownik jako inwestor pozbawiony informacji. Jednym z najbardziej atrakcyjnych elementów kultury startupowej pozostaje obietnica uczestnictwa pracownika w przyszłym sukcesie przedsiębiorstwa. W klasycznej relacji zatrudnienia pracownik otrzymuje wynagrodzenie za czas, kompetencje i odpowiedzialność, podczas gdy wzrost wartości firmy przypada jej właścicielom. Startup zakwestionował tę granicę, proponując nie tylko pensję, lecz także udział w potencjalnym kapitale przyszłości. Opcje na akcje, restricted stock units i inne formy equity compensation miały zbliżyć interes zatrudnionego do interesu fundatora oraz inwestora, wzmacniając motywację do długoterminowego budowania wartości. Idea ta jest ekonomicznie racjonalna i aksjologicznie atrakcyjna: człowiek współtworzący przedsiębiorstwo swoją pracą powinien móc korzystać z części przyrostu jego wartości. Problem współczesnego systemu nie

polega więc na samym wynagradzaniu udziałami, lecz na asymetrii pomiędzy skalą ryzyka przejmowanego przez pracownika a zakresem informacji umożliwiających jego świadomą ocenę.

Tę konstrukcję określa się mianem „złotych kajdanek". Pracownik może zaakceptować niższą pensję w zamian za opcje lub RSU, wierząc, że utracone bieżące wynagrodzenie zostanie z nadwyżką zrekompensowane przez przyszłą wartość przedsiębiorstwa.

Jednocześnie realizacja tej obietnicy zależy od zdarzeń, nad którymi pracownik ma ograniczoną kontrolę: kolejnych rund finansowania, wyceny spółki, rozwodnienia kapitału, preferencji przyznanych nowym inwestorom, terminu IPO, sprzedaży przedsiębiorstwa, konstrukcji vestingu oraz warunków podatkowych. Mechanizm ten może wiązać człowieka z firmą na wiele lat, mimo iż nie posiada on pełnej wiedzy o wartości aktywa, dla którego rezygnuje z części wynagrodzenia gotówkowego.

Właśnie to odróżnia pracownika startupu od klasycznego inwestora venture capital. Fundusz podejmuje ryzyko kapitałowe, lecz dysponuje wyspecjalizowanymi analitykami, prawnikami i negocjatorami, możliwością dywersyfikacji oraz – przynajmniej w tradycyjnym modelu – prawami informacyjnymi i kontrolnymi wynikającymi z dokumentacji inwestycyjnej. Pracownik również podejmuje decyzję ekonomiczną, akceptując strukturę wynagrodzenia zawierającą instrument udziałowy, lecz zazwyczaj nie posiada analogicznej pozycji negocjacyjnej. Jego dostęp do informacji jest słabszy, portfel mniej zdywersyfikowany, a koszt błędu bardziej osobisty. Jeżeli przedsiębiorstwo upada, fundusz może odpisać jedną inwestycję z wielu; pracownik może równocześnie utracić miejsce pracy, oczekiwany kapitał z opcji i część oszczędności przeznaczonych wcześniej na ich realizację.

Equity compensation tworzy zatem szczególną postać koncentracji ryzyka. Człowiek inwestuje w jedno przedsiębiorstwo nie tylko część swojego majątku, lecz również swój kapitał ludzki. Wynagrodzenie, ścieżka kariery, sieć zawodowa, czas oraz instrumenty udziałowe zależą od tego samego podmiotu. Jeżeli firma rozwija się zgodnie z oczekiwaniami, koncentracja ta może przynieść nadzwyczajny rezultat ekonomiczny.

Iluzja wyceny a rzeczywista wartość udziałów pracownika

Jeśli jednak wycena zostanie skorygowana, dojdzie do down round lub przedsiębiorstwo zostanie sprzedane na warunkach znacznie gorszych od oczekiwanych, pracownik nie doświadcza wtedy zwykłej straty portfelowej. Jego wcześniejsze decyzje zawodowe okazują się w tym momencie

elementem finansowego zakładu. Warto tutaj rozróżnić opcję na akcje od samej akcji. Opcja daje możliwość nabycia akcji po określonej cenie wykonania, więc nie jest automatycznie równoważna posiadaniu udziału w firmie. Jeżeli przyszła wartość akcji znacząco przekroczy cenę wykonania, różnica ta może stworzyć istotny majątek. Jeśli jednak wartość akcji spadnie poniżej ceny wykonania, opcja staje się ekonomicznie "pod wodą", ponieważ racjonalny inwestor nie zapłaci za akcję więcej, niż wynosi jej aktualna wartość. W spółce publicznej decyzja ta jest prosta dzięki bieżącej cenie giełdowej; w spółce prywatnej samo pytanie o rzeczywistą wartość akcji staje się znacznie bardziej problematyczne.

Tutaj pojawia się kwestia wyceny związanej z Section 409A Internal Revenue Code. W uproszczeniu, konstrukcja podatkowa określonych opcji wymaga szczególnej uwagi wobec fair market value akcji w momencie przyznania instrumentu. Według IRS opcja, której exercise price jest niższa niż fair market value w dniu przyznania, może rodzić konsekwencje z Section 409A; odpowiednio ustalona wartość rynkowa jest więc kluczowa dla prawidłowego określenia ceny wykonania. W praktyce startupowa "409A valuation" staje się ważnym punktem odniesienia dla pracownika, jednak nie wolno jej mylić z ceną ostatniej rundy finansowania ani z odpowiedzią na pytanie, ile realnie otrzyma on przy sprzedaży przedsiębiorstwa. To właśnie rozszczepienie między różnymi wartościami akcji jest źródłem poznawczej pułapki.

Inwestor w kolejnej rundzie kupuje preferred stock wyposażony w dodatkowe prawa, podczas gdy pracownik otrzymuje opcje odnoszące się zazwyczaj do common stock. Cena zapłacona przez inwestora za akcję uprzywilejowaną może być znacznie wyższa niż fair market value akcji zwykłej ustalonej na cele kompensacyjne. Kiedy media mnożą cenę ostatniej rundy przez liczbę wszystkich akcji i ogłaszają wielomiliardową "wartość startupu", pracownik intuicyjnie przenosi tę liczbę na własne instrumenty. Tymczasem ekonomiczna wartość jego pakietu zależy nie tylko od headline valuation, lecz także od ceny wykonania, vestingu, rozwodnienia oraz miejsca akcji zwykłych w strukturze podziału wartości. Dlatego preferencje likwidacyjne mają znaczenie większe, niż sugerowałby techniczny charakter tego pojęcia.

Inwestorzy obejmujący preferred shares mogą wynegocjować pierwszeństwo otrzymania środków w przypadku sprzedaży lub likwidacji firmy. Przy bardzo wysokiej wycenie preferencje te mogą mieć ograniczone znaczenie, gdyż pozostaje wystarczająco dużo wartości dla wszystkich klas kapitału. Jeśli jednak cena wyjścia jest niska względem sumy zgromadzonego finansowania, kolejność podziału środków decyduje o tym, czy akcja zwykła posiada jakąkolwiek wartość. Właśnie dlatego pracownik powinien mieć dostęp nie tylko do abstrakcyjnej wyceny spółki, lecz również do waterfall analysis pokazującej, jaka część środków przypadnie poszczególnym klasom właścicieli w różnych scenariuszach wyjścia. Najprostszy przykład obrazuje skalę tej różnicy.

Jeżeli przedsiębiorstwo zebrało kilkaset milionów dolarów, a inwestorzy posiadają określone preferencje, sprzedaż firmy za kwotę pozornie imponującą może nie oznaczać żadnej wartości dla posiadaczy common stock. Z perspektywy medialnej taka transakcja wygląda jak sukces. Z perspektywy pracownika, który przez lata traktował pakiet udziałowy jako znaczącą część wynagrodzenia, rezultat może być rozczarowujący lub zerowy. To różnica pomiędzy enterprise valuation opowiadaną rynkowi a personal wealth realizowanym przez konkretną osobę. Dodatkowym mechanizmem są postanowienia antyrozwodnieniowe, w tym różne konstrukcje ratchet provisions.

Mechanizmy finansowania przenoszą ryzyko na pracowników

Ich gospodarcza funkcja jest zrozumiała: inwestor wchodzący przy wysokiej wycenie chce ochrony przed późniejszą emisją akcji po cenie znacząco niższej. Ta ochrona nie jest jednak darmowa. Jeśli mechanizm ten sprawia, że inwestor otrzymuje dodatkowe akcje lub jego pozycja ekonomiczna zostaje skorygowana, koszt tej korekty ponoszą pozostali właściciele poprzez rozwodnienie. Właśnie ratchet provisions służą jako przykład instrumentu chroniącego uprzywilejowanego inwestora kosztem pozycji common shareholders, do których należą również pracownicy. Kolejne rundy kapitału nie są zatem neutralnym dolewaniem pieniędzy do wspólnego zbiornika – każda z nich może zmieniać prawa poszczególnych uczestników.

Nowy inwestor negocjuje warunki wejścia w oparciu o aktualną wiedzę o przedsiębiorstwie i często uzyskuje preferencje chroniące jego kapitał. Pracownik, posiadający wcześniej przyznane opcje, zazwyczaj nie uczestniczy w tych negocjacjach, choć ich wynik bezpośrednio wpływa na przyszłą wartość jego pakietu. Firma może więc formalnie rosnąć, pozyskiwać fundusze i zwiększać nominalną wycenę, podczas gdy struktura roszczeń do przyszłej wartości staje się coraz bardziej złożona. Szczególnie dotkliwy jest down round, czyli finansowanie przy wycenie niższej niż w poprzedniej rundzie. Choć nie musi on oznaczać katastrofy – może być racjonalną korektą wcześniejszego optymizmu pozwalającą firmie przetrwać – z punktu widzenia pracownika stanowi moment ujawnienia różnicy pomiędzy narracją a wartością. Dotychczasowy pakiet opcji traci na znaczeniu, a nowa emisja dodatkowo rozwadnia udziały. Jednocześnie nowy inwestor, podejmując ryzyko ratowania spółki, może wynegocjować silniejsze zabezpieczenia właśnie dzięki lepszej pozycji negocjacyjnej.

Pracownik staje się zatem stroną ekonomicznie dotkniętą renegocjacją, w której formalnie nie bierze udziału. Przypadek Good Technology jest tu szczególnie sugestywnym przykładem tej

asymetrii: spadek wartości akcji z 4 dolarów do 44 centów uderzył w pracowników, którzy wcześniej wykonali opcje, ponosząc realne koszty i zobowiązania wobec aktywa, którego wartość dramatycznie spadła. Istota tego przypadku nie sprowadza się jednak wyłącznie do liczb.

Asymetria informacyjna w kompensacji udziałowej jako pułapka dla pracownika

Pokazuje on, że exercise option może zamienić pracownika z posiadacza prawa do przyszłego zakupu w realnego właściciela ryzykownego i niepłynnego aktywa, przy czym konsekwencje ekonomiczne oraz podatkowe tej decyzji mogą materializować się znacznie wcześniej niż realna możliwość sprzedaży akcji. Podatkowy charakter stock compensation dodatkowo komplikuje sytuację, ponieważ różne rodzaje instrumentów podlegają odmiennym zasadom, a moment powstania dochodu nie zawsze pokrywa się z chwilą uzyskania gotówki. IRS wskazuje, że opodatkowanie stock options zależy między innymi od rodzaju opcji oraz momentu jej wykonania lub sprzedaży akcji; zasady dla incentive stock options różnią się od reguł dotyczących nonstatutory stock options. Nie istnieje zatem jedno proste sformułowanie „podatek od opcji", które można by zastosować do każdego pracownika. Właśnie dlatego ocena pakietu equity wymaga wiedzy prawnej, podatkowej i finansowej wykraczającej daleko poza intuicyjne pytanie o liczbę przyznanych akcji. Problematyczna staje się także sama prezentacja pakietu w procesie rekrutacji.

Kandydat może otrzymać propozycję zawierającą wynagrodzenie gotówkowe i określoną liczbę opcji, a rekruter może przedstawić hipotetyczną wartość tych instrumentów w określonym scenariuszu przyszłego wzrostu. Jeżeli jednak kandydat nie zna całkowitej liczby akcji fully diluted, ceny ostatniej rundy i klasy papierów, preferencji inwestorów, 409A valuation, ceny wykonania, prawdopodobieństwa kolejnych rund oraz polityki płynnościowej przedsiębiorstwa, nie posiada danych umożliwiających porównanie dwóch ofert pracy w taki sam sposób, w jaki porównuje dwa wynagrodzenia pieniężne. Obietnica „100 tysięcy opcji" może brzmieć spektakularnie albo przeciętnie wyłącznie w zależności od mianownika, którego pracownik może w ogóle nie znać. W tej sytuacji pojawia się ciekawy problem z zakresu teorii kontraktu. Pracodawca wykorzystuje equity jako część consideration za pracę, ale informacja niezbędna do oceny tego consideration pozostaje znacznie uboższa niż w przypadku pensji. Kandydat wie, co oznacza 150 tysięcy dolarów rocznego wynagrodzenia, natomiast nie musi wiedzieć, co ekonomicznie oznacza pakiet 30 tysięcy opcji. Różnica może być kolosalna: od wartości bliskiej zeru do majątku zmieniającego całe życie. Z perspektywy employer branding niepewność ta jest częścią atrakcyjności startupu, gdyż pozwala

sprzedawać wizję niezwykłego upside. Z perspektywy prawa rynku kapitałowego jest to jednak przypadek decyzji inwestycyjnej podejmowanej przy ograniczonej informacji.

Właśnie tutaj wchodzi Rule 701 Securities Act, która pozwala określonym spółkom prywatnym korzystać z wyłączenia z rejestracji przy emisjach kompensacyjnych dla pracowników, dyrektorów, konsultantów i doradców. SEC podkreśla, że Rule 701 służy transakcjom kompensacyjnym, a nie tradycyjnemu pozyskiwaniu kapitału, oraz że papiery wydane na tej podstawie pozostają restricted securities. Jeżeli wartość papierów sprzedanych na podstawie Rule 701 przekroczy 10 milionów dolarów w okresie kolejnych dwunastu miesięcy, emitent ma obowiązek przekazać odbiorcom określone dodatkowe informacje finansowe i inne disclosure. Obowiązujący system nie pozostawia więc pracownika całkowicie poza ochroną informacyjną, ale próg i moment ujawnienia danych stają się centralnym elementem sporu o wystarczalność tej ochrony. Jones proponuje pójście znacznie dalej.

Według niego pracownik powinien otrzymywać istotne informacje już w momencie podejmowania decyzji o przyjęciu oferty pracy, a następnie regularnie w trakcie zatrudnienia. Pakiet miałby obejmować między innymi strukturę kapitałową, aktualną wycenę 409(a), dokumenty pozwalające ocenić rozwodnienie i preferencje poszczególnych klas, waterfall analysis oraz jasne przedstawienie konsekwencji podatkowych. Jest to propozycja normatywna, a nie opis aktualnego obowiązku prawnego, lecz jej logika wynika z założenia: skoro equity jest wykorzystywane jako składnik wynagrodzenia, informacja niezbędna do oceny jego wartości nie powinna być traktowana tak, jakby pracownik był całkowicie zewnętrznym wobec spółki spekulantem. Ten postulat wymaga jednak konfrontacji z istotnym kontrargumentem.

Prywatne przedsiębiorstwo posiada uzasadniony interes w ochronie poufnych informacji finansowych, strategicznych i kapitałowych. Rozszerzenie disclosure na szeroki krąg pracowników może zwiększać ryzyko przecieków do konkurencji, utrudniać negocjacje inwestycyjne i podnosić koszt compliance. Nie każda osoba otrzymująca niewielki grant equity potrzebuje pełnego odpowiednika prospektu emisyjnego. Wymaganie od małego startupu przekazania kandydatowi kompletnego modelu finansowego i analizy wszystkich scenariuszy mogłoby paradoksalnie zwiększyć koszt stosowania kompensacji udziałowej, a w rezultacie ograniczyć właśnie to narzędzie, które pozwala pracownikom uczestniczyć w przyszłym wzroście. Odpowiedź Jones nie musi jednak polegać na odrzuceniu poufności jako wartości. Istotą problemu jest proporcjonalność.

Inny zakres disclosure może być uzasadniony w piętnastoosobowej spółce seed-stage, a inny w przedsiębiorstwie wycenianym na dziesiątki miliardów dolarów i emitującym setki milionów dolarów instrumentów pracowniczych. Podobnie jak cały system finansowania startupów cierpi na zatarcie granicy pomiędzy małą spółką prywatną a prywatnym gigantem, tak samo Rule 701 musi

odpowiadać na pytanie, czy jedna filozofia regulacyjna może obejmować podmioty o radykalnie odmiennej skali. Obecny próg 10 milionów dolarów dla dodatkowego disclosure pokazuje zresztą, że sam system już uznaje zasadę, iż skala emisji kompensacyjnej powinna wpływać na zakres informacji przekazywanych odbiorcom. Jeszcze bardziej złożony jest problem RSU.

Mechanizm double-trigger i pułapka złotych kajdanek

Restricted Stock Unit (RSU) nie jest tym samym instrumentem co klasyczna opcja. Choć ekonomicznie obie konstrukcje mają wiązać pracownika z przyszłą wartością firmy, sposób nabywania praw i moment ich realizacji są odmienne. W prywatnych startupach szczególne znaczenie zyskały mechanizmy double-trigger, w których samo spełnienie warunku czasowego nie wystarcza do pełnego rozliczenia instrumentu; niezbędne jest również określone zdarzenie płynnościowe, takie jak IPO lub zmiana kontroli nad spółką. Zaletą takiego rozwiązania może być odsunięcie momentu powstania obciążeń podatkowych przed możliwością sprzedaży akcji, jednak ceną za to jest głębsze uzależnienie wynagrodzenia od decyzji przedsiębiorstwa o zapewnieniu płynności. Jeśli IPO następuje w przewidywalnym horyzoncie czasowym, mechanizm ten działa zgodnie z założeniami.

Jeśli jednak firma pozostaje prywatna znacznie dłużej, niż pierwotnie zakładano, pracownik może znaleźć się w sytuacji, w której spełnił swoją część kontraktu — przepracował wymagany okres i współtworzył wartość — lecz nie może jeszcze zrealizować instrumentu, ponieważ nie nastąpił drugi trigger. Przykłady Foursquare i Airbnb obrazują właśnie to napięcie pomiędzy wydłużaniem okresu prywatności spółki a konstrukcjami wynagrodzenia uzależnionymi od przyszłej płynności. Niezależnie od szczegółów poszczególnych programów, przypadki te obnażają problem systemowy: zmiana cyklu życia startupów wymaga aktualizacji instrumentów kompensacyjnych zaprojektowanych w epoce, gdy exit następował znacznie szybciej. W efekcie wydłużanie okresu pozostawania spółki prywatną zmienia sens samego vestingu.

Vesting miał chronić przedsiębiorstwo przed sytuacją, w której pracownik otrzymuje znaczną część equity i natychmiast odchodzi; jednocześnie tworzył przewidywalny horyzont, po którym wysiłek zawodowy przekładał się na nabyte uprawnienia. Jeżeli jednak nabyte ekonomicznie prawa pozostają niepłynne przez kolejne lata, vesting przestaje być końcem okresu oczekiwania, a staje się jedynie zamknięciem pierwszego etapu. Pracownik może posiadać vested equity, lecz wciąż nie dysponować ekonomicznie użytecznym majątkiem. W takim systemie czas zatrudnienia i czas płynności przestają się pokrywać.

Tutaj metafora "złotych kajdanek" uzyskuje pełniejszy sens. Kajdankami nie jest samo vesting schedule, gdyż ten mechanizm występuje również w racjonalnie skonstruowanych planach wynagrodzeń. Kajdankami staje się splot vestingu, niepłynności, asymetrii informacji, niepewności podatkowej i wysokiego potencjalnego upside. Pracownik może racjonalnie zrezygnować z odejścia z organizacji, nawet jeśli warunki pracy przestały mu odpowiadać, ponieważ rezygnacja może wiązać się z koniecznością podjęcia w krótkim terminie decyzji o wykonaniu opcji lub utracie praw do nich. Może więc pozostawać w firmie nie tylko z przekonania o jej misji, ale dlatego, że koszt odejścia obejmuje ryzyko utraty wieloletniej akumulacji potencjalnego kapitału. Ekonomia pracy otrzymuje w ten sposób instrument niezwykle silnego związania pracownika z przedsiębiorstwem. W tradycyjnej firmie osoba rozważająca zmianę pracy porównuje bieżące wynagrodzenie, perspektywy kariery i koszt zmiany zatrudnienia.

W startupie musi dodać do tej kalkulacji opcjonalną wartość przyszłej fortuny. Im bardziej niepewna i trudna do wycenienia jest ta wartość, tym bardziej decyzja zawodowa przypomina problem z teorii opcji. Odejście oznacza nie tylko rezygnację z przyszłego wynagrodzenia, lecz często utratę części niewywestowanych instrumentów oraz konieczność rozstrzygnięcia losu tych już nabytych. Nie można jednak wyciągnąć z tej analizy wniosku, że equity compensation jest formą wyzysku per se. Byłoby to równie błędne, co idealizowanie jej jako bezwarunkowej demokratyzacji własności. Instrument ten pozostaje ambiwalentny.

Asymetria informacji zmienia udział w sukcesie w pułapkę ryzyka

System ten potrafi rzeczywiście wzbogacić tysiące pracowników i uczynić ich beneficjentami sukcesu przedsiębiorstwa, ale może również transferować na nich część ryzyka kapitałowego bez odpowiadającego temu transferu informacji. Ocena zależy od konstrukcji planu, kondycji spółki, zakresu disclosure, rodzaju instrumentu oraz płynności i realności prezentowanych oczekiwań. Problemem systemowym nie jest sama możliwość zdobycia fortuny przez pracownika, lecz sytuacja, w której człowiek musi podjąć decyzję o potencjalnie największym aktywie swojego życia, dysponując informacjami znacznie gorszymi od tych, którymi operuje profesjonalny fundusz po drugiej stronie cap table. Właśnie dlatego reforma Rule 701 w koncepcji Jones ma znaczenie wykraczające poza techniczną zmianę prawa papierów wartościowych.

Jej sens polega na uznaniu pracownika startupu za podmiot hybrydowy. Nie jest on zwykłym inwestorem, ponieważ instrument otrzymuje w ramach stosunku ekonomicznego opartego na pracy. Nie jest też wyłącznie klasycznym pracownikiem, gdyż część jego wynagrodzenia zależy od

przyszłej wartości przedsiębiorstwa. Ta hybrydowość wymaga instytucji, które nie pasują w pełni ani do tradycyjnego prawa pracy, ani do dawnego modelu private placement. Dlatego proponowane rozwiązania łączą ochronę zatrudnionych z ujawnianiem struktury kapitałowej, waterfall analysis i możliwością konsultowania dokumentów z profesjonalnymi doradcami.

Można zatem stwierdzić, że historia kompensacji udziałowej stanowi miniaturę całego kryzysu jednorożców. Najpierw powstaje innowacja o niewątpliwej wartości: pracownik może współuczestniczyć w kapitale. Następnie skala prywatnego rynku rośnie, okres do IPO się wydłuża, struktury finansowania komplikują się, a kolejne preferencje inwestorów zmieniają ekonomię poszczególnych klas akcji. Instrument zaprojektowany jako udział w sukcesie zaczyna pełnić równocześnie funkcję finansowania ryzyka przedsiębiorstwa przez pracownika. Problem nie wynika więc z pierwotnej idei, lecz z faktu, że instytucje otaczające tę ideę nie ewoluowały równie szybko jak same startupy.

Rynek może nazywać człowieka „właścicielem", ale słowo to nie posiada pełnej treści ekonomicznej bez informacji o tym, czego dokładnie jest właścicielem, jakie prawa wyprzedzają jego prawa, kiedy może aktywo sprzedać i jaka część wartości przedsiębiorstwa rzeczywiście może do niego trafić. Pracownicza akcja bez informacji może być narzędziem emancypacji majątkowej, lecz może być również obietnicą, której rzeczywistą wartość zna lepiej emitent niż człowiek otrzymujący ją w zamian za lata własnej pracy.

Przejdźmy od pracownika do szerszego kręgu podmiotów ponoszących koszty systemu. Przeanalizujmy venture predation – sytuację, w której ogromny kapitał prywatny pozwala przedsiębiorstwu subsydiować ceny, obchodzić bariery regulacyjne i prowadzić wojnę na wyniszczenie z podmiotami finansującymi działalność z bieżących przychodów. Uber, Airbnb i Theranos obrazują trzy odmienne granice tej samej doktryny wzrostu: konkurencję deformowaną kapitałem, innowację w konflikcie z lokalnym porządkiem regulacyjnym oraz technologiczny eksperyment, którego koszt przestaje być finansowy i staje się kosztem zdrowia lub bezpieczeństwa człowieka. Venture predation to moment, w którym kapitał staje się narzędziem podboju rynku.

Analiza kryzysu finansowania startupów byłaby niepełna, gdyby kończyła się na relacji pomiędzy fundatorem, inwestorem i pracownikiem. Przedsiębiorstwo nie funkcjonuje przecież w zamkniętej strukturze kapitałowej; wchodzi w istniejący rynek, konkuruje o klientów, wykorzystuje infrastrukturę publiczną, zatrudnia ludzi i modyfikuje zachowania konsumentów, wymuszając reakcję regulatorów. Dopiero na tym poziomie staje się widoczne, że sposób finansowania firmy może zmieniać nie tylko jej własną strategię, lecz także reguły konkurencji w całym sektorze. Renée M. Jones opisuje ten mechanizm jako venture predation, odnosząc go do sytuacji, w której obfity kapitał venture pozwala startupowi przez długi czas finansować straty i agresywnie subsydiować

ekspansję. Pozwala to konkurować z przedsiębiorstwami, których działalność musi być znacznie szybciej dyscyplinowana przez bieżące przychody. Koncepcja ta wskazuje na możliwość niszczenia regulowanej konkurencji za pomocą kapitału finansującego ceny i skalę działalności, których tradycyjny rywal nie byłby w stanie utrzymać z własnego cash flow.

Venture predation jako asymetria czasu finansowego

Pojęcie venture predation należy jednak oddzielić od technicznego terminu predatory pricing, funkcjonującego w amerykańskim prawie antymonopolowym. W doktrynie wynikającej ze sprawy Brooke Group nie wystarczy bowiem wykazanie, że przedsiębiorstwo agresywnie obniża ceny lub przez pewien czas ponosi straty. Konieczne jest udowodnienie ceny poniżej odpowiedniej miary kosztów oraz realnej możliwości późniejszego odzyskania poniesionych strat dzięki uzyskanej sile rynkowej. Departament Sprawiedliwości rekonstruuje ten standard właśnie jako połączenie fazy poświęcenia krótkoterminowych przychodów z prawdopodobieństwem późniejszego recoupment.

Dlatego venture predation należy w tym artykule traktować przede wszystkim jako szerszą kategorię ekonomiczno-instytucjonalną, a nie jako twierdzenie, że każda intensywnie subsydiowana strategia startupu spełnia ustawowe przesłanki bezprawnego drapieżnictwa cenowego. Rozróżnienie to pozwala uchwycić istotę problemu bez popadania w antyinnowacyjny automatyzm.

Niska cena jest zazwyczaj korzystna dla konsumenta, a przedsiębiorstwo ma prawo inwestować w zdobywanie rynku, nawet jeśli wymaga to okresowego ponoszenia strat. Nowa firma często musi wręcz subsydiować wejście, gdyż klient nie ma powodu rezygnować ze znanej usługi na rzecz nieznanego dostawcy. Platforma dwustronna stoi przed jeszcze trudniejszym zadaniem: musi jednocześnie przyciągnąć dostawców i klientów, ponieważ wartość dla każdej strony zależy od obecności drugiej. Badania nad ekonomiką platform pokazują, że subsydia mogą być racjonalnym elementem budowania takiej sieci; modele konkurencji pomiędzy platformami ride-hailing potwierdzają zaś, że znaczne subsydiowanie może podtrzymywać pozycję nowego uczestnika na rynku, który ze względu na efekty sieciowe ma skłonność do koncentracji. Krytyka nie może więc polegać na uznaniu każdego dolara dopłaty do usługi za ekonomiczne wykroczenie. Problem pojawia się na poziomie różnicy pomiędzy innowacją operacyjną a przewagą bilansową.

Jeżeli jeden przedsiębiorca obniża koszt przejazdu dzięki lepszemu dopasowaniu kierowcy do pasażera, niższym kosztom transakcyjnym, wykorzystaniu nieaktywnych zasobów i technologii ograniczającej czas oczekiwania, mamy do czynienia z klasycznym wzrostem produktywności. Jeżeli natomiast dodatkowa przewaga cenowa jest przez długi okres finansowana głównie z

kolejnych rund kapitału, interpretacja staje się bardziej złożona. Klient nadal uzyskuje realną korzyść w postaci niższej ceny, ale obserwowana cena nie musi jeszcze odpowiadać długookresowemu kosztowi świadczenia usługi. W takim przypadku rynek otrzymuje sygnał cenowy częściowo finansowany przez inwestora, który nie oczekuje zwrotu z dzisiejszej transakcji, lecz z przyszłej pozycji przedsiębiorstwa. Uber stał się jednym z najbardziej wyrazistych eksperymentów tej logiki.

Walka o rynek chiński pokazała, do jakiego stopnia platformy dysponujące ogromnym zapleczem kapitałowym mogą traktować subsydiowanie obu stron rynku jako instrument strategiczny. Literatura dotycząca rywalizacji Ubera i DiDi opisuje tę konkurencję jako intensywną wojnę o udział rynkowy, w której subsydia dla kierowców i pasażerów odgrywały znaczącą rolę. Ostatecznie w sierpniu 2016 roku Uber sprzedał działalność w Chinach spółce DiDi w zamian za udział kapitałowy, co sam później opisał w dokumentacji rejestracyjnej przed swoim IPO.

Z punktu widzenia historii przedsiębiorstwa można tę operację interpretować jako racjonalne wyjście z niezwykle kosztownego konfliktu; z perspektywy teorii venture predation ważniejszy jest sam fakt, że dostęp do wielomiliardowego finansowania pozwalał przez długi okres prowadzić wojnę rynkową, której skala byłaby trudna do utrzymania przez przewoźnika finansowanego wyłącznie z marży na bieżących kursach.

W tym miejscu zmienia się znaczenie przewagi konkurencyjnej. Klasyczna przedsiębiorczość zakłada, że lepszy podmiot wygrywa dlatego, iż efektywniej wytwarza, organizuje, przewiduje albo dystrybuuje. Kapitalizm venture dodaje możliwość, w której przedsiębiorstwo wygrywa również dzięki temu, że potrafi dłużej niż konkurent finansować okres, w którym samo jeszcze nie musi udowadniać pełnej ekonomicznej samowystarczalności. Nie jest to koniecznie patologia, ponieważ dokładnie taki mechanizm może pozwolić przełomowej technologii przetrwać fazę początkową. Jednak w skrajnej postaci tworzy coś, co można nazwać asymetrią czasu finansowego: lokalny konkurent musi osiągać równowagę niemal każdego miesiąca, podczas gdy finansowany przez globalne fundusze startup może przez lata kupować sobie czas, klientów i udział w rynku. Znaczenie venture capital polega więc nie tylko na zwiększeniu ilości zasobów dostępnych przedsiębiorcy, lecz także na zmianie długości okresu, przez który może on funkcjonować poza klasycznym przymusem rentowności. W normalnym przedsiębiorstwie chroniczna strata jest komunikatem. W startupie dysponującym kolejnymi rundami finansowania może zostać przedstawiona jako inwestycja we wzrost, network effects, geographic expansion albo przyszłą dominację. Oba opisy mogą być prawdziwe, a różnica pomiędzy nimi staje się widoczna dopiero po latach.

Firma odnosząca sukces może wykazać, że wcześniejsze straty były ceną zbudowania efektywnej infrastruktury. Firma przegrywająca ujawnia natomiast, że przez lata kapitał finansował skalowanie modelu, który nigdy nie osiągnął ekonomicznej równowagi. Właśnie dlatego sam poziom strat nie rozstrzyga o jakości strategii, ale wielkość dostępnego finansowania wpływa na to, jak długo błędna strategia może pozostawać nierozstrzygnięta.

Kapitał jako narzędzie arbitrażu regulacyjnego i kształtowania prawa

Przypadek Ubera obrazuje inny aspekt problemu: regulatory arbitrage. Innowacyjna platforma wchodziła na rynki, gdzie transport osób od dawna podlegał lokalnym licencjom, taryfom, limitom podaży oraz wymogom bezpieczeństwa i podatkom. Z perspektywy firmy część tych regulacji można uznać za archaiczne bariery chroniące dotychczasowych operatorów, a technologia rzeczywiście podważała racjonalność historycznych modeli reglamentowania taksówek. Nie oznacza to jednak, że każda z nich była wyłącznie rentą zasiedziałego sektora. Wiele regulacji pełniło realne funkcje: dbało o bezpieczeństwo, ochronę konsumenta, ubezpieczenia czy kontrolę kierowców i jakość usług.

Konflikt instytucjonalny nie przebiegał zatem pomiędzy „innowacją" a „zacofaniem", lecz między dwiema odmiennymi architekturami rynku, z których jedna ewoluowała znacznie szybciej niż zdolność ustawodawcy do jej sklasyfikowania. To tutaj rola kapitału staje się szczególnie widoczna.

Małe przedsiębiorstwo w obliczu zakazu działalności, postępowania administracyjnego czy obowiązku dostosowania modelu do prawa często musi się wycofać. Spółka dysponująca miliardami może natomiast jednocześnie operować, zatrudniać sztaby prawników, negocjować z władzami, prowadzić kampanie polityczne i modyfikować produkt, czekając na zmianę przepisów. Kapitał przestaje być wtedy jedynie narzędziem rozwoju technologii; staje się zasobem zwiększającym zdolność firmy do kształtowania samego otoczenia instytucjonalnego. Nie musi to oznaczać korupcji czy bezprawnego wpływu.

Oznacza to jednak, że szybko rosnąca firma technologiczna dysponuje możliwościami oddziaływania na regulacje nieporównywalnie większymi niż rozproszeni lokalni konkurenci. Spory Ubera z regulatorami pokazały również, że gwałtowny wzrost może wyprzedzać dojrzewanie funkcji compliance. W 2017 roku Federal Trade Commission zawarła z Uberem ugodę na kwotę 20 milionów dolarów w związku z zarzutami o wprowadzanie potencjalnych kierowców w błąd co do możliwych zarobków i warunków finansowania pojazdów. W innym postępowaniu FTC zarzuciła

firmie rozbieżność między deklarowanymi standardami ochrony danych a rzeczywistymi praktykami bezpieczeństwa i monitorowania dostępu do informacji konsumentów.

Nie są to dowody na tezę, że model Ubera był całkowicie „nielegalny", lecz przykłady konkretnej zależności: hiperwzrost zwiększa znaczenie funkcji kontrolnych dokładnie w tym momencie, gdy kultura organizacyjna może postrzegać je jako hamulec. Venture predation nie musi więc opierać się wyłącznie na agresywnej polityce cenowej. Może przyjmować postać arbitrażu regulacyjnego, w którym nowy gracz zyskuje przewagę dzięki modelowi działalności wymykającemu się istniejącym kwalifikacjom prawnym. Czas reakcji państwa staje się wówczas aktywem przedsiębiorstwa. Jeśli firma w trzy lata pozyskuje miliony klientów, podczas gdy procesy ustawodawcze i sądowe trwają pięć lat, spór o regulację zaczyna się przy jednej strukturze rynku, a kończy przy zupełnie innej. Gdy regulator podejmuje ostateczną decyzję, przedsiębiorstwo może być już infrastrukturą codziennych nawyków konsumentów, a zakaz jego działalności generowałby koszty polityczne i społeczne, których nie było na początku.

Koszty zewnętrzne i problem parytetu regulacyjnego

Airbnb obrazuje podobny mechanizm, choć w innej przestrzeni gospodarczej. Platforma nie musiała budować hoteli ani kupować nieruchomości; jej innowacja polegała na stworzeniu rynku, który pozwolił milionom właścicieli przekształcić lokale w aktywa oferowane użytkownikom krótkoterminowym. Z punktu widzenia efektywności wykorzystania zasobów rozwiązanie to jest niezwykle przekonujące: wolny pokój lub niewykorzystywane mieszkanie zaczyna generować dochód, a turysta zyskuje większy wybór noclegów. Konflikt instytucjonalny pojawia się jednak w momencie, gdy skala sporadycznego home-sharingu zmienia charakter zasobu mieszkaniowego i część lokali zostaje systematycznie przesunięta z rynku długoterminowego na krótkoterminowy. W tym kontekście można odejść od publicystycznego przypisywania Airbnb odpowiedzialności za „globalny kryzys mieszkaniowy" na rzecz analizy opartej na precyzyjnych badaniach.

Barron, Kung i Proserpio, analizując dane z USA, oszacowali, że w obszarach o medianowym udziale mieszkań zajmowanych przez właścicieli wzrost liczby ofert Airbnb o jeden procent prowadził do wzrostu czynszów o około 0,018 procent i cen mieszkań o około 0,026 procent. Autorzy znaleźli dowody potwierdzające mechanizm przesuwania zasobów z rynku najmu długoterminowego na krótkoterminowy, przy czym efekty były zróżnicowane lokalnie i silniejsze tam, gdzie udział owner-occupiers był niższy. Wyniki te nie czynią z Airbnb uniwersalnego sprawcy wzrostu cen, ale potwierdzają ekonomicznie istotniejszą tezę: platforma cyfrowa może zmieniać alternatywny koszt wykorzystania istniejącego zasobu, a tym samym oddziaływać na lokalną podaż

mieszkań dostępnych dla mieszkańców. To właśnie jest przykład externality, której nie widać w rachunku wyników startupu.

Każda indywidualna transakcja między właścicielem mieszkania a turystą może być dobrowolna i korzystna dla obu stron. Suma milionów takich racjonalnych decyzji może jednak zmienić warunki życia ludzi, którzy w żadnej z nich nie uczestniczyli. Najemca poszukujący mieszkania na rok nie jest stroną umowy Airbnb, lecz odczuwa spadek podaży. Sąsiad nie partycypuje w zyskach gospodarza, ale ponosi koszty większej rotacji osób w budynku. Miasto może zyskać ruch turystyczny, lecz jednocześnie musi dostosować egzekwowanie regulacji podatkowych, przeciwpożarowych, planistycznych i mieszkaniowych.

Nie trzeba zakładać złej intencji platformy, by powstał problem kosztów zewnętrznych; wystarczy, że część społecznych konsekwencji nie znajduje odzwierciedlenia w cenie pojedynczej transakcji. Podstawowym wyzwaniem dla polityki publicznej staje się zatem rozróżnienie między ochroną konkurencji a ochroną konkretnych konkurentów. Tradycyjny hotel nie powinien mieć prawa blokować Airbnb tylko dlatego, że nowa technologia odbiera mu klientów, tak jak taksówkarz nie ma prawa do niezmienności modelu transportowego.

Innowacja ma wartość właśnie dlatego, że niszczy dotychczasowe przewagi. Jednocześnie nie każda różnica regulacyjna jest innowacją. Jeśli jeden uczestnik rynku ponosi koszty wynikające z wymogów bezpieczeństwa, podatków lub odpowiedzialności, a drugi świadczy ekonomicznie podobną usługę poza tymi obowiązkami tylko dlatego, że prawo nie zdążyło jeszcze sklasyfikować jego modelu, pojawia się problem regulatory parity. Nie chodzi tu o ochronę starego przedsiębiorstwa przed nowym, lecz o ustalenie, które obowiązki służą ochronie renty operatora, a które chronią dobro publiczne.

Najbardziej dramatyczną granicę doktryny szybkiego eksperymentowania wyznacza jednak przypadek Theranos. Tutaj kosztem potencjalnego błędu nie była cena przejazdu czy czynsz, lecz diagnostyka medyczna – sfera, w której informacja stanowi fundament decyzji o zdrowiu. Jones przedstawia Theranos jako skrajny przykład przeniesienia kultury "fake it till you make it" do środowiska, w którym metoda typowa dla niedojrzałego produktu informatycznego stwarza realne ryzyko dla pacjenta. W tym miejscu retoryka wymaga jednak prawnej precyzji.

Elizabeth Holmes została skazana za oszustwa wobec inwestorów, choć ława przysięgłych uniewinniła ją od części zarzutów dotyczących oszustw wobec pacjentów; osobno Ramesh Balwani został skazany w sprawie, w której Departament Sprawiedliwości opisywał jego działania jako narażające zdrowie pacjentów poprzez fałszywe przedstawianie dokładności technologii analizy

krwi. Nie osłabia to znaczenia Theranosa jako przypadku instytucjonalnego; przeciwnie – pozwala sformułować problem precyzyjniej.

SEC zarzuciła Theranosowi i Holmes wieloletnie oszustwo, polegające na przekazywaniu inwestorom fałszywych lub przesadzonych informacji o możliwościach technologii, jej zastosowaniu i kondycji firmy. W ugodzie z 2018 roku Holmes zgodziła się m.in. na rezygnację z superwiększościowej kontroli głosów oraz dziesięcioletni zakaz pełnienia funkcji officer lub director w spółce publicznej. SEC zwróciła przy tym uwagę na strukturę preferencji likwidacyjnych, zgodnie z którą przed uzyskaniem ekonomicznej korzyści przez Holmes ponad 750 milionów dolarów musiałoby zostać zwrócone oszukanym inwestorom i innym uprzywilejowanym akcjonariuszom.

Odpowiedzialność musi podążać za sprawczością i kosztem błędu

W tym przypadku splatają się niemal wszystkie analizowane wcześniej elementy: prywatne finansowanie, founder control, asymetria informacji, preferencje inwestorów, słaby nadzór i technologia o wysokiej społecznej wrażliwości. Przykład Theranosa pozwala sformułować istotną zasadę ogólną: tolerancja systemu dla błędu powinna zależeć od odwracalności jego konsekwencji. Startup tworzący aplikację do zdjęć może wdrożyć niedoskonały produkt i naprawić go po reakcji użytkowników. Firma produkująca diagnostykę medyczną nie może jednak stosować identycznego modelu uczenia się na rynku, gdyż błędna informacja diagnostyczna prowadzi do decyzji, których nie da się odwrócić kolejną aktualizacją oprogramowania. Im wyższy koszt błędu, tym większa powinna być rola walidacji, niezależnej kontroli oraz instytucjonalnego sceptycyzmu przed skalowaniem. Nie jest to konflikt między innowacyjnością a ostrożnością, lecz pytanie o właściwą sekwencję obu wartości. Właśnie w tym punkcie venture predation łączy się z governance trap. Nadmiar kapitału umożliwia szybkie skalowanie, podczas gdy słabe mechanizmy kontroli mogą utrudniać zatrzymanie procesu w momencie pojawienia się informacji przeczących narracji fundatora.

Jeżeli przedsiębiorstwo sprzedaje zwykły produkt konsumencki, skala błędu oznacza przede wszystkim stratę finansową. Jeśli jednak działa w obszarze zdrowia, transportu, finansów lub infrastruktury, ta sama architektura zarządzania generuje zupełnie inną kategorię ryzyka. Nie można więc regulować przedsiębiorstwa wyłącznie przez pryzmat pytania, czy jest ono "startupem". Ważniejsze staje się pytanie, czym dysponuje, na kogo oddziałuje i jak wielkie szkody może wyrządzić błędne skalowanie jego modelu. Przypadki Ubera, Airbnb i Theranosa pokazują zatem trzy różne odmiany tego samego problemu instytucjonalnego.

W pierwszym ogromny kapitał zwiększa zdolność prowadzenia długotrwałej wojny o udział rynkowy i negocjowania relacji z istniejącą regulacją. W drugim platforma dokonuje masowej zmiany sposobu wykorzystywania prywatnych aktywów, generując efekty, które przenoszą się na osoby nieuczestniczące w transakcjach. W trzecim skala finansowania i słabość mechanizmów kontroli pozwalają technologicznej narracji dotrzeć do obszaru, w którym koszt błędu przestaje dotyczyć wyłącznie inwestora. W żadnym z tych przypadków samo venture capital nie jest wystarczającym wyjaśnieniem, ale w każdym finansowanie zwiększa skalę, prędkość i czas, przez który eksperyment oddziałuje na otoczenie. Dlatego pojęcie uspołecznienia ryzyka nie powinno oznaczać wyłącznie sytuacji, w której państwo ratuje upadającą firmę pieniędzmi podatników. Jest ono znacznie szersze.

Ryzyko zostaje uspołecznione także wtedy, gdy strategia prywatnego przedsiębiorstwa obniża wartość innych aktywów, zmienia podaż mieszkań, zwiększa koszt dostosowania regulacyjnego, stwarza zagrożenia dla konsumentów albo przerzuca na lokalną wspólnotę konieczność sfinansowania skutków gwałtownej transformacji rynku. Nie musi istnieć formalny bailout, aby część kosztu została przeniesiona poza cap table. Prywatna korporacja może zachować pełne prawo do sukcesu, a równocześnie nie ponosić pełnego kosztu własnego eksperymentu. Nie jest to postulat eliminacji ryzyka z gospodarki. Próba stworzenia przedsiębiorczości pozbawionej ryzyka byłaby próbą stworzenia innowacji pozbawionej niepewności, a więc sprzecznością pojęciową. Zasadniczym problemem polityki gospodarczej nie jest to, czy pozwalać firmom eksperymentować, lecz jak zaprojektować instytucje, aby koszt eksperymentu nie był systematycznie przesuwany na podmioty pozbawione zarówno udziału w decyzji, jak i udziału w potencjalnym upside. Innymi słowy, odpowiedzialność powinna w możliwie dużym stopniu podążać za sprawczością. Im większą swobodę otrzymuje prywatny podmiot dzięki kapitałowi, tym poważniejsze staje się pytanie o jego zdolność internalizowania kosztów decyzji. Wywód prowadzi do problemu granicznego.

Status prywatny nie oddaje już realnej władzy gospodarczej

Skoro przedsiębiorstwo prywatne może dysponować strukturą finansowania wartą miliardy dolarów, zatrudniać tysiące pracowników i obsługiwać miliony klientów, wpływając tym samym na lokalne rynki, formalny status „private company” coraz słabiej oddaje realny zakres jego społecznej władzy. Historycznie argument za ograniczonym disclosure opierał się na prywatności transakcji i profesjonalizmie uczestników, natomiast postulat ograniczonej ingerencji w governance wynikał ze swobody kontraktowania między inwestorem a fundatorem. Kiedy jednak skutki tych kontraktów

wykraczają poza krąg stron umowy, pojawia się pytanie, którego prawo rynku kapitałowego przez długi czas nie musiało stawiać w takiej skali: czy przedsiębiorstwo może pozostawać regulacyjnie prywatne wtedy, gdy jego gospodarcze znaczenie stało się faktycznie publiczne? Przejdziemy zatem od diagnozy kosztów do kryterium public significance – próby zastąpienia binarnego podziału na spółkę „prywatną albo publiczną" bardziej proporcjonalnym podejściem do odpowiedzialności. Analiza ta ma rozstrzygnąć, czy zakres disclosure i governance powinien rosnąć wraz z wartością aktywów, skalą kapitału, liczbą pracowników, strukturą beneficjentów, znaczeniem dla konsumentów oraz potencjalnym ryzykiem systemowym.

Dopiero po sformułowaniu tej zasady będzie można rzetelnie ocenić mapę reform Jones. Prawdziwym problemem nie jest bowiem wybór między regulacją a deregulacją, lecz znalezienie momentu, w którym przywilej małej prywatnej spółki przestaje odpowiadać rzeczywistości prywatnego imperium. Czy „jednorożec" jest jeszcze przedsiębiorstwem prywatnym? Dotychczasowa analiza wskazuje na problem, którego nie rozwiąże dopisywanie kolejnych wyjątków do istniejącego podziału na spółki prywatne i publiczne. Granica ta pozostaje prawnie użyteczna, lecz coraz słabiej odpowiada ekonomicznej skali podmiotów funkcjonujących po jej „prywatnej" stronie. Spółka zatrudniająca kilkanaście osób, finansowana przez dwóch profesjonalnych inwestorów i testująca produkt w wąskiej grupie klientów, rzeczywiście wpisuje się w tradycyjną intuicję przedsiębiorstwa prywatnego. Jednak podmiot formalnie prywatny, który pozyskał miliardy dolarów, zatrudnia tysiące ludzi, jest pośrednio finansowany przez kapitał emerytalny i wpływa na transport, rynek mieszkaniowy, finanse czy ochronę zdrowia, należy do zupełnie innej kategorii społecznej.

Wspólny status prawny nie oznacza już wspólnej natury gospodarczej. Właśnie dlatego niezbędne jest pojęcie public significance, czyli publiczne znaczenie przedsiębiorstwa. Nie traktuję go tutaj jako nazwy odrębnej kategorii ustawowej ani terminu, który należałoby przypisywać Jones jako sformułowaną przez nią doktrynę.

Odpowiedzialność proporcjonalna do rzeczywistego znaczenia gospodarczego

Jest to synteza wynikająca z logiki argumentacji: obowiązki przedsiębiorstwa nie powinny zależeć wyłącznie od technicznej decyzji o przeprowadzeniu publicznej oferty, jeśli skala jego działalności sprawia, że konsekwencje zarządzania wykraczają daleko poza krąg profesjonalnych stron prywatnego kontraktu. Książka zmierza w tym kierunku, przedstawiając postulaty dotyczące dużych emisji Rule 506, ponownego liczenia rzeczywistych beneficjentów, ochrony pracowników

oraz – ostatecznie – minimalnych standardów ładu korporacyjnego dla dużych przedsiębiorstw o znaczeniu systemowym, niezależnie od tego, czy pozyskują kapitał publicznie, czy prywatnie.

Pojęcie public significance pozwala odwrócić tradycyjny kierunek rozumowania. Zamiast pytać, czy przedsiębiorstwo formalnie zdecydowało się zostać spółką publiczną, należałoby zapytać, jak dalece jego działalność stała się już publicznie relewantna. Nie chodzi tu o upaństwowienie prywatnej przedsiębiorczości ani o uznanie, że duża korporacja przestaje być własnością swoich akcjonariuszy. Chodzi o znacznie skromniejszą zasadę: wzrost prywatnej władzy ekonomicznej powinien powodować proporcjonalny wzrost odpowiedzialności informacyjnej i organizacyjnej. Tak jak mały budynek i elektrownia jądrowa pozostają własnością prywatną, a jednak nie podlegają identycznym standardom bezpieczeństwa, tak mały startup i prywatna korporacja o wartości kilkudziesięciu miliardów dolarów nie muszą być traktowane przez system regulacyjny jako instytucje generujące ten sam promień ryzyka. Najważniejsza zmiana konceptualna polegałaby zatem na odejściu od binarności. Obecny język sugeruje dwa stany: przedsiębiorstwo jest prywatne albo publiczne.

Tymczasem odpowiedzialność mogłaby być konstruowana stopniowo. Skala disclosure może zwiększać się wraz z wysokością pozyskanego kapitału, wartością aktywów, liczbą rzeczywistych beneficjentów ekonomicznych, rozmiarem programów pracowniczych, stopniem płynności papierów na rynku wtórnym oraz społeczną wrażliwością prowadzonej działalności.

Prawo amerykańskie posługuje się już podobną logiką w różnych obszarach. Rule 701, dotycząca kompensacyjnych emisji papierów pracownikom i innym uprawnionym osobom, przewiduje dodatkowe obowiązki informacyjne po przekroczeniu określonej skali sprzedaży, natomiast Regulation D rozróżnia różne ścieżki ofert zwolnionych z rejestracji oraz warunki korzystania z tych zwolnień. Problem nie polega więc na wynalezieniu całkowicie obcej prawu zasady proporcjonalności, lecz na przeniesieniu jej konsekwencji na segment prywatnych przedsiębiorstw, które rozmiarem przekroczyły założenia tradycyjnego wyjątku. Takie podejście wymaga jednak staranności, ponieważ sama wycena nie jest dobrym miernikiem publicznego znaczenia. Prywatna valuation pozostaje wynikiem określonych transakcji, warunków finansowania i praw przypisanych poszczególnym klasom akcji.

Firma wyceniana na dziesięć miliardów dolarów może posiadać niewielką liczbę klientów i bardzo ograniczone oddziaływanie na społeczeństwo, podczas gdy przedsiębiorstwo o znacznie niższej wycenie może obsługiwać krytyczny fragment infrastruktury, ogromną liczbę użytkowników lub wrażliwe dane medyczne. Kryterium odpowiedzialności nie powinno zatem kopiować medialnej hierarchii jednorożców, lecz mierzyć rzeczywistą zdolność przedsiębiorstwa do generowania

kosztów zewnętrznych oraz asymetrii informacyjnej. Pierwszym wymiarem public significance byłaby skala kapitału.

Kryteria określające konieczność zwiększenia transparentności spółki

Gdy przedsiębiorstwo pozyskuje kilkaset milionów lub kilka miliardów dolarów w ramach prywatnych rund, argument kosztowy przeciwko audytowanym sprawozdaniom i rozszerzonemu disclosure traci na sile w porównaniu do spółek w fazie seed. Z tej właśnie intuicji wynika propozycja Jones, aby duże emisje Rule 506 – sytuowane powyżej progu 200 milionów dolarów – uruchamiały znacznie surowsze wymagania informacyjne, zbliżone do pakietu wymaganego na podstawie Rule 502(b), w tym audytowanych sprawozdań finansowych. Nie jest to obecnie obowiązująca reguła; Rule 506(b) wciąż pozwala na pozyskiwanie nieograniczonej kwoty kapitału, a w odniesieniu do inwestorów akredytowanych nie przewiduje standaryzowanego zestawu informacji, jaki obowiązuje przy udziale inwestorów nieakredytowanych. Spór dotyczy zatem tego, czy skala prywatnej emisji powinna modyfikować zakres odpowiedzialności emitenta, nawet jeśli formalnie sprzedaje on papiery nabywcom profesjonalnym lub akredytowanym.

Drugim wymiarem jest liczba osób posiadających ekonomiczną ekspozycję na przedsiębiorstwo. Section 12(g) operuje kategorią holders of record, jednak rozwój SPV i innych form pośredniego posiadania ujawnił rozbieżność między liczbą podmiotów formalnie zapisanych w rejestrze a rzeczywistą liczbą beneficjentów ekonomicznych. Jones wskazuje tę różnicę jako jedną z fundamentalnych słabości współczesnego systemu: za jednym formalnym akcjonariuszem może kryć się znacznie większa grupa inwestorów, podczas gdy próg rejestracyjny nadal reaguje głównie na strukturę formalną. Koncepcja public significance wymagałaby zatem wyjścia poza zapis księgowy i spojrzenia na rzeczywistą dystrybucję ryzyka. Jeśli przedsiębiorstwo jest pośrednio finansowane przez tysiące lub dziesiątki tysięcy osób, ekonomiczny sens utrzymywania go w reżimie zaprojektowanym dla wąskiego kręgu inwestorów staje się dyskusyjny.

Trzecim wymiarem jest zatrudnienie. Pracownik startupu może być jednocześnie stroną stosunku pracy i posiadaczem ryzykownego instrumentu kapitałowego. Im większa liczba osób wynagradzanych akcjami, opcjami lub RSU, tym słabsze staje się założenie, że skutki prywatnej struktury finansowania ograniczają się jedynie do profesjonalnych inwestorów. W dużym jednorożcu cap table oddziałuje pośrednio na tysiące gospodarstw domowych, nawet jeśli ich członkowie nie są formalnie traktowani jak uczestnicy rundy. Dlatego propozycje Jones dotyczące Rule 701 nie powinny być odczytywane jako odrębna reforma pracownicza, lecz jako element

szerszej doktryny proporcjonalności: gdy equity staje się istotnym elementem masowego wynagradzania, przejrzystość struktury kapitałowej przestaje być wyłącznie domeną negocjacji między funduszem a założycielem.

Kryteria public significance jako podstawa proporcjonalnej transparentności

Czwartym wymiarem public significance jest liczba i rodzaj konsumentów. Przedsiębiorstwo dostarczające rozrywkę cyfrową może ponosić inne obowiązki niż spółka, której wadliwy produkt wpływa na diagnozę medyczną, bezpieczeństwo transportu, ochronę oszczędności lub dostęp do podstawowej infrastruktury. Z perspektywy ekonomii ryzyka nie ma powodu, by uznawać wszystkie startupy za jednorodną klasę tylko dlatego, że korzystają z podobnych źródeł finansowania. Ryzyko technologiczne jest bowiem funkcją nie tylko prawdopodobieństwa błędu, ale przede wszystkim skali potencjalnej szkody. Jeśli błąd w modelu biznesowym oznacza jedynie konieczność wyłączenia aplikacji, można tolerować większą swobodę eksperymentowania. Jeżeli jednak ten sam błąd może uderzyć w zdrowie pacjenta lub bezpieczeństwo finansowe obywatela, rośnie uzasadnienie dla wcześniejszej kontroli i bardziej niezależnego governance.

Piątym wymiarem jest systemowa substytucyjność przedsiębiorstwa – czyli pytanie o to, jak łatwo społeczeństwo może funkcjonować bez niego lub zastąpić je innym podmiotem. Klasyczne pojęcie systemic importance kojarzy się przede wszystkim z bankami, których upadek może wywołać efekt domina. W gospodarce platformowej podobna intuicja może być jednak stosowana szerzej, choć wymaga to ostrożności. Prywatna firma może stać się węzłem infrastrukturalnym dla transportu, komunikacji, płatności, przetwarzania danych, logistyki lub usług cyfrowych wykorzystywanych przez miliony innych przedsiębiorstw. Im większa zależność otoczenia od jednego podmiotu, tym mniej przekonujące staje się traktowanie jego ładu wewnętrznego jako kwestii pozostającej wyłącznie w relacji między akcjonariuszami.

Szóstym wymiarem jest intensywność prywatnego obrotu akcjami. Jeśli przedsiębiorstwo posiada rozwinięty secondary market, okresowe tender offers, dużą liczbę inwestorów pośrednich i regularnie ustalane ceny transakcyjne, to ekonomiczna różnica między takim podmiotem a najmniejszą spółką publiczną staje się bardziej stopniowa niż kategorialna. Rynek prywatny pozostaje prawnie odmienny, lecz część funkcji rynku publicznego została już w nim odtworzona: istnieje handel, price discovery, pośrednicy, płynność oraz zmieniający się krąg ekonomicznych właścicieli.

To właśnie w takich warunkach argument Jones za minimalnymi standardami disclosure na secondary markets staje się logicznym rozszerzeniem jej diagnozy. Skoro można stworzyć rynek bez IPO, pojawia się pytanie, czy można przez nieograniczony czas utrzymywać rynek bez odpowiadającego mu minimum wspólnej informacji. Public significance nie powinno jednak automatycznie oznaczać pełnego nałożenia na prywatną spółkę każdego obowiązku typowego dla podmiotu publicznego. Byłoby to rozwiązanie nieproporcjonalne i potencjalnie destrukcyjne dla innowacji. Im bardziej regulacja przypomina pełny reżim giełdowy, tym większa może być zachęta przedsiębiorstw do ograniczania programów udziałowych, pozostawania mniejszymi, korzystania z bardziej złożonych struktur zagranicznych lub unikania amerykańskiego rynku kapitałowego.

Progresywna transparentność jako model regulacyjnego dojrzewania

Właściwy model powinien być zatem progresywny, a nie binarny. Rosnąca skala działalności powinna uruchamiać kolejne warstwy obowiązków: najpierw podstawowe ujawnienie informacji finansowych i struktury własności, następnie audyt, szerszą ochronę posiadaczy equity, rygorystyczne wymagania wobec transakcji z podmiotami powiązanymi oraz bardziej niezależne mechanizmy nadzorcze. Dopiero najbardziej znaczące przedsiębiorstwa mogłyby zostać objęte reżimem zbliżonym do spółek publicznych, nawet jeśli formalnie nie przeprowadziły IPO. Takie podejście znajduje potwierdzenie w sposobie, w jaki regulator traktuje sam rynek publiczny. SEC nie zakłada bowiem, że wszystkie spółki giełdowe muszą ponosić identyczne koszty regulacyjne, niezależnie od ich skali.

W maju 2026 roku Komisja zaproponowała reformy rozszerzające między innymi okres i zakres określonych ułatwień dla emitentów po IPO oraz zmieniające próg kwalifikacji do kategorii large accelerated filer. Niezależnie od oceny tej konkretnej propozycji, wskazuje ona na istotną zasadę instytucjonalną: nawet wewnątrz rynku publicznego obowiązki mogą być skalowane według rozmiaru i etapu rozwoju przedsiębiorstwa. Skoro można różnicować ciężar regulacyjny po stronie publicznej, trudno uznać, że w sferze prywatnej jedyną sensowną kategorią jest niemal całkowita dychotomia pomiędzy statusem niepublicznym a pełnym reporting company.

Najsilniejszym kontrargumentem przeciwko koncepcji public significance pozostaje jednak ryzyko regulacyjnej arbitralności. Jeśli kryteria będą zbyt liczne i nieprecyzyjne, przedsiębiorca może przestać wiedzieć, w którym dokładnie momencie wchodzi na kolejny poziom obowiązków. Prawo rynku kapitałowego potrzebuje progów, gdyż przewidywalność jest sama w sobie wartością ekonomiczną. Fundusz inwestujący w startup powinien móc z wyprzedzeniem oszacować koszt

compliance, a przedsiębiorstwo planujące rundę nie powinno dowiadywać się dopiero po transakcji, że regulator uznał je za podmiot „społecznie znaczący".

Z tego powodu public significance nie może pozostawać wyłącznie miękkim standardem ocenianym uznaniowo przez administrację. Musiałoby zostać przełożone na zestaw mierzalnych triggerów oraz ograniczony zakres sektorowych korekt tam, gdzie potencjalny koszt szkody jest wyjątkowo wysoki. Drugi kontrargument jest jeszcze poważniejszy: większa transparentność nie jest darmowa.

Audyt, raportowanie, kontrola wewnętrzna, obsługa prawna i governance pochłaniają zasoby, które mogłyby zostać przeznaczone na badania, rekrutację i rozwój produktu. Nadmierne obciążenie przedsiębiorstwa przed osiągnięciem dojrzałości może skłonić je do poświęcania innowacyjności na rzecz zgodności proceduralnej. W skrajnym wariancie system regulacyjny stworzyłby barierę wejścia korzystną przede wszystkim dla największych, zasiedziałych korporacji z rozbudowanymi działami prawnymi i compliance. Ochrona społeczeństwa przed jednorożcami mogłaby paradoksalnie chronić dawnych monopolistów przed przedsiębiorstwami, które dopiero mogłyby stać się ich konkurentami. Argument ten nie obala jednak zasady proporcjonalności; raczej ją wzmacnia.

Nie należy wymagać od dziesięcioosobowego startupu standardów JPMorgan Chase, ale równie trudno uzasadnić traktowanie prywatnej spółki wartej kilkadziesiąt miliardów dolarów tak, jakby nadal była małym podmiotem. Głównym błędem współczesnego systemu nie musi być zatem ani nadmiar, ani niedobór regulacji w sensie absolutnym, lecz brak regulacyjnego dojrzewania wraz z przedsiębiorstwem. Prawo pozwala firmie dorosnąć ekonomicznie bez równie jednoznacznego obowiązku dorastania instytucjonalnego.

Trzeci kontrargument dotyczy samej filozofii odpowiedzialności. Profesjonalni inwestorzy mogą twierdzić, że skoro dobrowolnie zaakceptowali słabsze prawa kontrolne i ograniczone disclosure w zamian za dostęp do potencjalnie nadzwyczajnej inwestycji, państwo nie powinno paternalistycznie korygować ich kontraktu. W odniesieniu do czystej relacji inwestor-emitent argument ten ma znaczną siłę. Jednak jego moc słabnie wraz z rozszerzaniem się kręgu podmiotów ponoszących konsekwencje.

Pracownik nie negocjuje term sheetu funduszu. Pacjent nie głosuje nad dual-class shares. Najemca mieszkania nie wybiera struktury finansowania platformy. Emeryt może być pośrednio wystawiony na private equity przez instytucję zarządzającą jego kapitałem, choć sam nigdy nie uczestniczył w due diligence konkretnego startupu.

Transparentność jako funkcja znaczenia gospodarczego

Swoboda kontraktowania pozostaje silnym argumentem tak długo, jak długo strony kontraktu internalizują zasadniczą część jego kosztów. Na tym właśnie polega normatywny rdzeń public significance. Prywatność własności nie jest bowiem tożsama z prywatnością skutków. Prawo nie musi ingerować dlatego, że przedsiębiorstwo jest duże, lecz dlatego, że wraz ze wzrostem rośnie liczba osób zależnych od jakości jego decyzji, a część z nich nie dysponuje instrumentami pozwalającymi samodzielnie zabezpieczyć własny interes. W takim momencie disclosure przestaje być wyłącznie usługą świadczoną inwestorowi i staje się elementem infrastruktury zaufania gospodarki.

Z tej perspektywy problem jednorożców okazuje się symptomem szerszego kryzysu klasyfikacji współczesnego kapitalizmu. Przez większość XX wieku spółka publiczna była zazwyczaj duża, posiadała szeroki akcjonariat i znaczący wpływ gospodarczy, podczas gdy przedsiębiorstwo prywatne było przeciętnie mniejsze i finansowane przez węższy krąg właścicieli. Prawo mogło zatem traktować status publiczny jako względnie trafne proxy dla skali społecznego znaczenia. Rozwój wielkich prywatnych rynków kapitałowych zerwał tę korelację. Dziś firma może osiągnąć wielkość dawniej charakterystyczną dla blue chips, zachowując status prywatny i korzystając z infrastruktury pozwalającej właścicielom uzyskiwać częściową płynność bez IPO.

Stary proxy przestał być wystarczająco precyzyjny. Właśnie dlatego właściwa odpowiedź nie powinna polegać na zmuszaniu każdego jednorożca do wejścia na giełdę. IPO jest instrumentem finansowym, nie sakramentem dojrzałości korporacyjnej. Państwo nie powinno wymagać publicznego notowania tylko po to, by uzyskać dostęp do informacji, których ujawnienie można by nakazać również przedsiębiorstwu prywatnemu. Nowoczesna konstrukcja regulacyjna rozdzieliłaby trzy pojęcia, które historycznie zostały ze sobą sklejone: prawo do pozyskiwania kapitału prywatnego, prawo do pozostawania poza giełdą oraz zakres obowiązku transparentności. Firma mogłaby zachować dwa pierwsze, a jednocześnie stopniowo przyjmować trzeci wraz z rosnącą skalą. Takie rozdzielenie pozwala lepiej odpowiedzieć na obawę, że regulacja zdusi innowację.

Nie trzeba odbierać przedsiębiorstwu dostępu do prywatnego kapitału, aby wymagać audytu po przekroczeniu określonej skali. Nie trzeba wymuszać publicznego notowania, by ujawniać pracownikom strukturę ich udziałów. Nie trzeba zakazywać SPV, aby w określonych celach regulacyjnych liczyć rzeczywistych beneficjentów. Nie trzeba eliminować dual-class shares w każdym startupie, by rozważyć sunset clauses lub silniejsze mechanizmy niezależności rady po osiągnięciu przez spółkę określonego wieku i znaczenia. Reforma nie musi być zatem wyborem

między wolnością a regulacją; może być próbą przywrócenia proporcji pomiędzy skalą wolności gospodarczej a skalą obowiązku wyjaśniania, jak ta wolność jest wykorzystywana. Diagnoza może przejść w projekt instytucjonalny.

Rekonstruowaliśmy mechanizm powstania problemu: Regulation D umożliwiła prywatne pozyskiwanie ogromnego kapitału, zmiany Section 12(g) poszerzyły przestrzeń pozostawania poza publicznym raportowaniem, a prywatne rynki wtórne zmniejszyły presję na IPO. Jednocześnie inwestorzy osłabili własne prawa kontrolne, a kompensacja udziałowa oraz zewnętrzne skutki działalności rozszerzyły krąg osób ponoszących ryzyko. Public significance dostarcza zasady łączącej te elementy: im bardziej przedsiębiorstwo staje się instytucją życia gospodarczego, tym słabsze staje się uzasadnienie dla traktowania jego wewnętrznych informacji i struktury władzy jako sprawy wyłącznie prywatnej. Przejdźmy zatem do mapy naprawy systemu. Nie będzie to katalog przypadkowych regulacji, lecz analiza czterech połączonych filarów: przebudowy Regulation D i dużych ofert prywatnych, ochrony pracowników poprzez Rule 701, ustanowienia minimalnej transparentności prywatnych rynków wtórnych oraz odbudowy Section 12(g) poprzez silniejsze liczenie rzeczywistych właścicieli.

Systemowa reforma zamiast punktowych poprawek

Dopiero zestawienie tych instrumentów pokaże, czy projekt Jones rzeczywiście potrafi oswoić jednorożca bez zabijania zwierzęcia, które współczesny kapitalizm tak skutecznie nauczył się hodować. Diagnoza kryzysu finansowania startupów staje się bowiem intelektualnie wartościowa dopiero wtedy, gdy prowadzi do konkretnego projektu instytucjonalnego. Łatwo jest wykazać, że spektakularne upadki odsłoniły słabości prywatnych rynków kapitałowych; znacznie trudniej natomiast zaprojektować reformę, która ograniczyłaby asymetrię informacji i nadużycia kontroli, a jednocześnie nie zniszczyła jednej z podstawowych przewag venture capital — zdolności do finansowania przedsięwzięć niedojrzałych, niepewnych i zbyt ryzykownych dla klasycznego kredytu.

Renée M. Jones proponuje właśnie taką próbę przebudowy systemu. Jej projekt nie zakłada likwidacji prywatnych ofert ani wymuszania IPO w momencie osiągnięcia przez przedsiębiorstwo określonej wyceny. Jest raczej próbą ponownego powiązania przywileju prywatności z warunkami, które historycznie go uzasadniały: ograniczonym zakresem oddziaływania, profesjonalizmem uczestników i możliwością samodzielnego zdobycia informacji. Koncepcja ta obejmuje cztery wzajemnie powiązane obszary: reformę Regulation D, ochronę pracowników poprzez Rule 701,

zwiększenie transparentności prywatnych rynków wtórnych oraz odbudowę znaczenia Section 12(g). Najważniejszą cechą tej mapy jest jej systemowy charakter.

Gdyby zmodyfikować wyłącznie jeden element, rynek prawdopodobnie dostosowałby się, wykorzystując pozostałe. Można zwiększyć disclosure w dużych ofertach pierwotnych, lecz jeśli ogromna liczba rzeczywistych właścicieli nadal będzie agregowana przez wehikuły pośrednie, przedsiębiorstwo może pozostawać poza reżimem Section 12(g). Można zaostrzyć próg rejestracyjny, lecz jeśli pracownicy posiadający equity wciąż nie otrzymają informacji niezbędnych do oceny własnego wynagrodzenia, część asymetrii pozostanie nienaruszona. Wreszcie można chronić pracownika, ale dopóki prywatny rynek wtórny będzie generował coraz większą płynność przy nierównym dostępie do danych, system nadal będzie rozdzielał handel od transparentności. Jones nie próbuje więc zamknąć pojedynczej luki — dąży do zmiany układu bodźców.

Pierwszym filarem jest Regulation D, a w szczególności Rule 506. Obowiązujący system pozwala emitentowi korzystającemu z Rule 506(b) pozyskiwać nieograniczoną kwotę kapitału i sprzedawać papiery nieograniczonej liczbie inwestorów akredytowanych. W takim przypadku federalne przepisy nie nakładają na emitenta standaryzowanego pakietu informacji, jaki jest wymagany przy sprzedaży inwestorom nieakredytowanym (choć oczywiście nadal obowiązują przepisy antyfraudowe i inne warunki zwolnienia). Dla Jones właśnie ta możliwość nieograniczonego skalowania prywatnej emisji przy relatywnie słabym disclosure jest jednym z głównych źródeł zerwania dawnego związku pomiędzy rozmiarem spółki a poziomem przejrzystości.

Proporcjonalne obowiązki informacyjne jako miernik znaczenia gospodarczego

Proponowana odpowiedź ma charakter progowy. Jones postuluje, aby transakcja Rule 506 przekraczająca około 200 milionów dolarów automatycznie uruchamiała obowiązki informacyjne zbliżone do tych wynikających z Rule 502(b), w tym przekazanie inwestorom audytowanych sprawozdań finansowych zgodnych z GAAP. Logika tego rozwiązania jest tu istotniejsza niż sama liczba.

Autorka nie twierdzi, że każda mała prywatna emisja powinna zostać obciążona standardami spółki publicznej. Argumentuje raczej, że wraz ze wzrostem kwoty finansowania zanika ekonomiczne uzasadnienie dla uznawania kosztów przygotowania rzetelnej informacji za nadmierne. Startup pozyskujący dwa miliony dolarów rzeczywiście może zostać sparaliżowany przez obowiązek rozbudowanego audytu, jednak prywatna korporacja pozyskująca pół miliarda dolarów znajduje się

w zupełnie innej sytuacji organizacyjnej i finansowej. Właśnie w tym punkcie propozycja Jones wpisuje się w zasadę public significance sformułowaną wcześniej.

Kwota pozyskanego kapitału staje się miernikiem nie dlatego, że duże przedsiębiorstwo jest automatycznie niebezpieczne, lecz ponieważ wielkość emisji wskazuje na skalę ryzyka przeniesionego na innych uczestników. Jeśli firma może pozyskać setki milionów od inwestorów profesjonalnych bez pełnej rejestracji publicznej, nie oznacza to, że powinna zostać zmuszona do IPO. Można jednak argumentować, że powinna przekazać bardziej uporządkowaną informację finansową tym, którzy finansują tak znaczącą część jej działalności.

Drugi element reformy Regulation D dotyczy Form D. Obecnie emitent korzystający z Rule 506 powinien złożyć Form D zasadniczo w ciągu piętnastu dni kalendarzowych od pierwszej sprzedaży papierów w danej ofercie. SEC wyraźnie potwierdza jednak, że samo złożenie tego dokumentu nie jest warunkiem uzyskania zwolnienia na podstawie Rule 506(b) lub 506(c); spóźnienie lub brak zgłoszenia może wywoływać konsekwencje przewidziane w Regulation D, ale nie powoduje automatycznej utraty zwolnienia.

Właśnie ta konstrukcja staje się dla Jones punktem krytyki. Autorka proponuje nie tylko zwiększenie znaczenia Form D, lecz także poszerzenie zakresu zawartych w nim danych. Emitent miałby dokładniej informować o przeznaczeniu pozyskanego kapitału, strukturze inwestorów, rzeczywistych przychodach oraz charakterze uczestników transakcji, a system sankcji za uporczywe niewykonywanie obowiązku zgłoszeniowego zostałby istotnie wzmocniony. W tej logice Form D przestaje być jedynie administracyjnym śladem pozostawionym przez prywatną emisję, a zaczyna pełnić funkcję minimalnego publicznego rejestru, pozwalającego regulatorowi i rynkowi obserwować skalę przepływu kapitału w obszarze zwolnionym z pełnej rejestracji.

Proporcjonalna transparentność jako warunek ochrony inwestora i pracownika

Kwestia sankcji wymaga jednak ostrożności. Zbyt łatwo byłoby stworzyć system, w którym drobne uchybienie formalne niszczy prawo emitenta do korzystania ze zwolnienia, a konsekwencją proceduralnej pomyłki jest katastrofalne ryzyko dla całej transakcji. Dlatego propozycja Jones przewiduje mechanizm naprawczy i skupia się na uporczywym lub znaczącym niewykonywaniu obowiązków, zamiast automatycznie karać każdą pomyłkę. Jej zasadnicza intuicja jest jednak czytelna: jeżeli państwo przyznaje przedsiębiorcy wyjątkowo wartościowy przywilej pozyskiwania nieograniczonego kapitału poza rejestracją publiczną, może w zamian wymagać minimalnej

dyscypliny sprawozdawczej. Trzecim elementem reformy Regulation D jest ponowne przemyślenie definicji inwestora akredytowanego. Jones postuluje waloryzację progów majątkowych i dochodowych, które przez dekady utraciły znaczną część swojej realnej restrykcyjności. Jones proponuje podniesienie kryterium dochodowego z 200 tysięcy dolarów do ponad 600 tysięcy oraz progu majątkowego z miliona do ponad 3 milionów dolarów, a następnie ich automatyczne indeksowanie. Sama SEC wykazywała już wcześniej, że brak indeksacji doprowadził do znaczącego wzrostu udziału amerykańskich gospodarstw domowych mieszczących się w finansowej definicji accredited investor. Jednocześnie ten punkt reformy budzi najwięcej kontrowersji.

Wyższy próg zwiększa ochronę poprzez ograniczenie liczby osób dopuszczonych do ryzykownych i niepłynnych ofert prywatnych, ale zarazem pogłębia różnice w dostępie do potencjalnie najbardziej atrakcyjnych inwestycji. Można więc paradoksalnie poprawić ochronę inwestora detalicznego, a równocześnie utrwalić system, w którym wysokowzrostowe przedsiębiorstwa są dostępne wyłącznie dla już zamożnych uczestników. Problem nie powinien być rozwiązywany jedynie przez wybór między niższym a wyższym progiem. Bardziej perspektywiczne wydaje się połączenie kryteriów zamożności z poziomem informacji: im szerszy ma być dostęp do prywatnego rynku, tym silniejszy powinien stawać się obowiązek disclosure po stronie emitenta. Drugi filar mapy Jones obejmuje Rule 701 i ochronę pracowników. Obecnie Rule 701 tworzy wyłączenie umożliwiające prywatnym emitentom oferowanie papierów w ramach określonych planów kompensacyjnych. Jeżeli wartość papierów sprzedanych na tej podstawie przekracza 10 milionów dolarów w okresie dwunastu miesięcy, emitent musi przekazać odbiorcom dodatkowe informacje finansowe i inne disclosure. Pokazuje to, że prawo już teraz uznaje zasadę skalowania obowiązków informacyjnych wraz z rozmiarem programu pracowniczego. Jones uważa jednak istniejący mechanizm za niewystarczający.

Jej propozycja przesuwa moment ujawnienia informacji na etap znacznie wcześniejszy: kandydat miałby otrzymywać dane potrzebne do oceny pakietu equity już przy składaniu oferty pracy, a następnie regularnie w trakcie zatrudnienia. Pakiet obejmowałby strukturę kapitałową, aktualną wycenę 409(a), dokumenty korporacyjne, informacje o preferencjach likwidacyjnych, analizę wodospadową i opis konsekwencji podatkowych. Sens reformy jest oczywisty: jeżeli człowiek decyduje się zrezygnować z części wynagrodzenia pieniężnego w zamian za instrument udziałowy, powinien mieć możliwość oszacowania tego instrumentu z większą precyzją niż na podstawie liczby opcji i marketingowej narracji o ostatniej wycenie przedsiębiorstwa. Nie oznacza to jednak, że każdy pracownik powinien otrzymywać taki sam zakres informacji jak fundusz prowadzący due diligence przed rundą Series D. Również tutaj właściwa odpowiedź musi być proporcjonalna.

Przedsiębiorstwo posiada uzasadniony interes w ochronie poufności, a pełne udostępnianie wrażliwych dokumentów każdemu kandydatowi mogłoby generować poważne ryzyko operacyjne. Mocnym elementem propozycji Jones nie jest więc literalna ilość dokumentów, lecz zmiana aksjologicznego punktu wyjścia. Pracownik otrzymujący znaczące equity nie powinien być traktowany jak osoba, której wystarczy wiedza o nazwie instrumentu. Skoro jego decyzja zawodowa zawiera element inwestycyjny, musi istnieć minimalny zakres informacji pozwalający racjonalnie porównać ryzyko i potencjalną nagrodę.

Większa płynność rynków wtórnych wymaga proporcjonalnego wzrostu transparentności

Trzeci filar dotyczy prywatnych rynków wtórnych. To obszar szczególnie istotny, gdyż infrastruktura secondary trading coraz skuteczniej przejmuje funkcje giełdy, nie wprowadzając jednocześnie jej pełnego reżimu informacyjnego. Jones postuluje, aby minimalne standardy disclosure dla platform prywatnych oparto na logice Exchange Act Rule 15c2-11. Projekt zakłada ujawnianie m.in. informacji o kadrze zarządzającej, właścicielach kontrolujących, transakcjach powiązanych, czynnikach ryzyka i dokumentach korporacyjnych, a także ostatniej wyceny 409(a) oraz audytowanych danych finansowych. Należy jednak wyraźnie zaznaczyć, że jest to propozycja reformy, a nie opis aktualnego stosowania Rule 15c2-11 wobec prywatnych platform startupowych. Sama reguła historycznie skupia się na wymogach informacyjnych dotyczących publikowania kwotowań przez brokerów i dealerów na rynku OTC. W marcu 2026 roku SEC zaproponowała doprecyzowanie, że zakres tej reguły odnosi się do equity securities, co dowodzi, iż przepis ten wciąż podlega procesowi współczesnej rekonstrukcji regulacyjnej. Propozycja Jonesa polegałaby zatem na przeniesieniu podobnej logiki informacyjnej w nowy kontekst, a nie na prostym egzekwowaniu istniejącego obowiązku wobec platform prywatnych. Głównym argumentem za takim rozwiązaniem jest symetria pomiędzy płynnością i informacją.

Jeżeli rynek prywatny rozwija się na tyle, by umożliwiać regularne transakcje, budowanie indeksów cenowych, organizację tender offers oraz obrót udziałami przez inwestorów profesjonalnych poza IPO, powstaje funkcjonalna infrastruktura rynku. Problem tkwi w tym, że informacyjna strona tej struktury pozostaje znacznie słabsza niż na giełdzie. Im większa płynność, tym silniejszy argument za tym, by minimalny poziom wspólnej informacji rósł proporcjonalnie do niej. Jones proponuje również alternatywną ścieżkę poprzez Rule 144.

Zgodnie z notatką, możliwość odsprzedaży prywatnych papierów miałaby zostać silniej uzależniona od dostępności odpowiedniego pakietu informacji, a minimalny holding period dla emitentów

niepublicznych mógłby zostać wydłużony. Logika pozostaje instytucjonalna: skoro łatwiejsza odsprzedaż zmniejszyła historyczną presję na IPO, można częściowo przywrócić związek między płynnością a transparentnością, nie zakazując samego obrotu prywatnego. Czwarty filar reformy ma charakter najbardziej systemowy i dotyczy Section 12(g).

Obecny próg dla typowego emitenta opiera się zasadniczo na posiadaniu ponad 10 milionów dolarów aktywów oraz klasy equity securities w rękach co najmniej 2 000 holders of record lub 500 holders of record niebędących inwestorami akredytowanymi. Jones uważa, że mechanizm ten powinien powrócić do swojej pierwotnej funkcji, w której rosnąca liczba właścicieli automatycznie uruchamiała obowiązek wejścia w federalny reżim raportowy. Proponuje on przywrócenie progu 500 akcjonariuszy, ponowne uwzględnianie określonych pracowników posiadających equity oraz szersze liczenie beneficial owners stojących za wehikułami SPV.

Regulacyjne dojrzewanie jako sposób na lukę transparentności

Szczególnie ostatni element ma znaczenie dla pojęcia public significance. Formalny holder of record jest kategorią administracyjnie wygodną, lecz przestaje wystarczać w sytuacji, gdy za jednym wehikułem kryją się setki osób posiadających ekonomiczną ekspozycję na przedsiębiorstwo. Reforma look-through nie musi oznaczać, że każde SPV jest konstrukcją podejrzaną; sugerowałaby raczej, że przy określonym progu rejestracyjnym regulatora może interesować nie tylko to, kto formalnie figuruje w rejestrze akcji, ale także to, ilu rzeczywistych uczestników ponosi ryzyko. Z postulatem tym wiąże się propozycja dodatkowej certyfikacji. Notatka zakłada, że po przekroczeniu określonej skali prywatnego finansowania przedsiębiorstwo składające Form D musiałoby potwierdzić, iż nie wykorzystuje SPV do obejścia Section 12(g). To interesujący przykład przeniesienia ciężaru regulacyjnego z późniejszego śledztwa na wcześniejszą odpowiedzialność zarządzających. Jeśli prezes lub dyrektor finansowy musi złożyć formalne oświadczenie, decyzja o strukturze przestaje być wyłącznie technicznym zabiegiem prawników, a staje się elementem osobistej odpowiedzialności compliance. Wszystkie cztery filary łączy jedna zasada: system ma ponownie kosztować więcej tych, którzy korzystają z prywatności na największą skalę. Nie chodzi tu o karę finansową, lecz o rosnącą cenę informacyjną.

Mała firma nadal mogłaby korzystać z szerokiej elastyczności. W miarę wzrostu przedsiębiorstwa pojawiałyby się jednak kolejne obowiązki, które dziś często uruchamia dopiero formalne przejście na rynek publiczny. Regulacja podążałaby w ten sposób za rzeczywistą skalą, a nie wyłącznie za decyzją emitenta o formie notowania. Model ten posiada silną zaletę teoretyczną, ale niesie też

poważne ryzyka. Próg 200 milionów dolarów można arbitralnie rozdzielić na kilka mniejszych rund, a liczenie beneficial owners w wielopoziomowych strukturach funduszy może być niezwykle skomplikowane.

Rozszerzone disclosure zwiększa koszty compliance, a dodatkowe obowiązki wobec pracowników mogą prowadzić do ograniczenia programów equity. Silniejsza Regulation D mogłaby z kolei przesunąć część finansowania do innych jurysdykcji lub ku instrumentom zaprojektowanym tak, by formalnie ominąć nowy trigger. Każda regulacja tworzy bowiem nie tylko obowiązek, lecz także ekonomiczną zachętę do jego obejścia. Dlatego kluczowym pytaniem nie jest to, czy każdy szczegół propozycji Jonesa powinien zostać przyjęty w dokładnie zaproponowanej formie, lecz czy poprawna jest jej diagnoza architektoniczna. Ta wydaje się mocna: obecny system zbyt często traktuje prywatność jako kategorię stabilną, podczas gdy przedsiębiorstwo może w ciągu kilku lat ewoluować z małego eksperymentu w instytucję o ogromnym znaczeniu społecznym. Jeśli regulacja nie rośnie razem z firmą, powstaje luka między ekonomiczną dojrzałością przedsiębiorstwa a dojrzałością jego obowiązków.

Projekt Jonesa można sprowadzić do zasady regulacyjnego dojrzewania. Startup nie powinien rodzić się z ciężarem pełnego reżimu publicznego, gdyż potrzebuje swobody eksperymentowania. Nie powinien jednak również wiecznie korzystać z przywilejów, które uzasadniała jego wcześniejsza małość.

Wraz z rosnącym kapitałem powinno rosnąć disclosure; wraz z liczbą pracowników – ochrona kompensacji udziałowej; wraz z płynnością – obowiązki informacyjne, a wraz z rozproszeniem własności powinno maleć znaczenie czysto formalnego liczenia holders of record. Najważniejszy element mapy naprawy jest więc mniej techniczny, niż mogłoby się wydawać. Nie chodzi o pojedynczą nowelizację Rule 506, Rule 701 czy Section 12(g), lecz o przywrócenie proporcji pomiędzy przywilejem a odpowiedzialnością. Prawo prywatnego rynku kapitałowego budowano w przekonaniu, że profesjonalni uczestnicy potrafią samodzielnie chronić własny interes. Historia jednorożców pokazuje jednak, że przedsiębiorstwo może z czasem zgromadzić wokół siebie rzeszę ludzi, którzy nie uczestniczyli w negocjowaniu pierwotnego kontraktu. Właśnie w tym momencie prywatna autonomia przestaje wystarczać jako jedyne uzasadnienie ograniczonej transparentności.

Pozostaje pytanie jeszcze trudniejsze. Nawet najlepiej zaprojektowane federalne prawo papierów wartościowych nie rozwiąże wszystkich problemów, jeśli sama architektura corporate governance będzie zachęcać fundatorów i kontrolujących akcjonariuszy do poszukiwania jurysdykcji oferującej coraz słabsze ograniczenia odpowiedzialności. Właśnie dlatego następny etap argumentacji Jonesa opuszcza SEC i przenosi się do prawa korporacyjnego stanów. Szczególne znaczenie ma Delaware, którego pozycja jako centrum amerykańskiego corporate law została w ostatnich latach poddana

presji przez dyskusję o przenoszeniu inkorporacji do Teksasu i Nevady oraz przez reformę Senate Bill 21 z marca 2025 roku.

Pożyczka konwertowalna jako mechanizm odroczenia wyceny i ukrytego kosztu kapitału

To tam pojawia się pytanie, czy pułapka jednorożców zaczyna oddziaływać już nie tylko na prywatne startupy, lecz także na sam system prawny, który ma ograniczać władzę ich kontrolujących właścicieli. Pożyczka konwertowalna jako polski most między długiem a kapitałem startupu. Polski startup na wczesnym etapie rozwoju znajduje się zwykle w sytuacji, której klasyczne instrumentarium finansowe nie opisuje dobrze. Jest zbyt młody, by bank oceniał go przez pryzmat historii przepływów pieniężnych, zbyt ryzykowny, by obciążać go kredytem wymagającym regularnej amortyzacji, a zarazem często zbyt niedojrzały, by founder i inwestor potrafili uczciwie uzgodnić jego wycenę. Produkt istnieje dopiero częściowo, przychody są nieznaczne, wartość technologii zależy od przyszłego rynku, a kilkanaście miesięcy pracy może zwielokrotnić wartość przedsiębiorstwa albo sprowadzić ją niemal do zera. Właśnie w tej przestrzeni pojawia się pożyczka konwertowalna — instrument będący ekonomicznie czymś więcej niż długiem, ale jeszcze nie pełnoprawną rundą equity. W polskiej praktyce nie jest to zjawisko marginalne.

PFR Startup wskazywał, że w badanej próbie transakcji z 2022 roku około 30 procent obejmowało finansowanie pożyczkami konwertowalnymi, co obrazuje stopień zakorzenienia tego rozwiązania w rodzimym ekosystemie technologicznym. Punktem wyjścia polskiej konstrukcji pozostaje zwykła umowa pożyczki. Kodeks cywilny w art. 720 definiuje ją jako zobowiązanie pożyczkodawcy do przeniesienia określonej ilości pieniędzy albo rzeczy oznaczonych co do gatunku oraz odpowiadające mu zobowiązanie pożyczkobiorcy do zwrotu tej samej ilości. Pożyczka "konwertowalna" nie jest więc odrębnym, nazwanym typem umowy opisanym w osobnym rozdziale kodeksu. Jej niezwykłość powstaje na poziomie kontraktu: strony ustalają, że wierzytelność o zwrot kapitału, często wraz z narosłymi odsetkami, może albo powinna zostać przy określonym zdarzeniu zamieniona na udziały lub akcje spółki. Z punktu widzenia przedsiębiorcy oznacza to natychmiastowy dostęp do środków bez konieczności natychmiastowego zamykania dyskusji o wartości firmy. Inwestorowi powstaje natomiast interesująca asymetria korzyści: do momentu konwersji pozostaje wierzycielem, a jeśli przedsięwzięcie rozwinie się zgodnie z oczekiwaniami, może przejść na stronę kapitałową i uczestniczyć w przyszłym wzroście wartości spółki. Pożyczkę konwertowalną można nazwać kontraktem kupującym startupowi czas, a inwestorowi opcję na przyszłość.

Wartością instrumentu jest odroczenie sporu o wycenę. W klasycznej rundzie equity inwestycja 2 mln zł przy wycenie pre-money wynoszącej 8 mln zł prowadzi do względnie łatwego obliczenia udziału nowego inwestora. Problem w tym, że w bardzo młodej spółce owe 8 mln zł może być bardziej argumentem negocjacyjnym niż wynikiem poznawczo wiarygodnej wyceny. Convertible loan pozwala powiedzieć coś bardziej uczciwego: dziś nie wiemy jeszcze dokładnie, ile spółka jest warta, ale przypuszczamy, że za rok — gdy pojawią się klienci, ARR, certyfikacja produktu, kolejna wersja technologii albo duży kontrakt — następna runda stworzy wiarygodniejszy punkt odniesienia. PFR opisuje właśnie szybkość dokumentacji i możliwość odsunięcia negocjacji wyceny jako podstawowe biznesowe zalety tego instrumentu.

Odsunięcie wyceny nie oznacza jednak jej zniknięcia. Konflikt zostaje jedynie przesunięty w przyszłość i zapisany w parametrach konwersji. Najważniejszym z nich jest valuation cap, czyli maksymalna wycena, według której pożyczkodawca dokona konwersji. Jeśli inwestor przekazał kapitał wtedy, gdy ryzyko było największe, nie chce rok później konwertować na takich samych warunkach jak fundusz wchodzący do przedsiębiorstwa już posiadającego produkt, klientów i przychody.

Drugim mechanizmem jest discount, czyli dyskonto wobec ceny przyszłej rundy. PFR opisuje występujące w praktyce dyskonta w przedziale 10–40 procent (często około 20 procent) oraz konstrukcję, w której inwestor korzysta z cap albo discount zależnie od tego, która metoda daje mu korzystniejszą cenę konwersji. Ekonomiczny sens jest klarowny: wcześniejszy kapitał otrzymuje premię za podjęte wcześniej ryzyko. Za pozorną prostotą kryje się jednak miejsce, w którym founder może niepostrzeżenie sprzedać znacznie większą część przyszłej spółki, niż początkowo zakładał. Wyobraźmy sobie przedsiębiorstwo, które pożycza 1 mln zł przy valuation cap 8 mln zł, a po osiemnastu miesiącach pozyskuje dużą rundę przy wycenie 20 mln zł. Sukces firmy jest ogromny, ale właśnie dlatego cap zaczyna działać bardzo mocno.

Inwestor konwertowalny nie wchodzi po dwudziestomilionowej wycenie nowej rundy, lecz według znacznie niższego pułapu ustalonego w okresie większej niepewności. Jeżeli podobnych pożyczek jest kilka, kapitalizowane są również odsetki, a w następnej rundzie pojawia się nowy ESOP, founder może odkryć, że ekonomiczna cena pomostowego finansowania była znacznie wyższa od nominalnego oprocentowania. W startupie koszt kapitału nie zawsze znajduje się w pozycji "odsetki". Często ukrywa się w mianowniku przyszłego cap table.

Konwersja długu w kapitał wymaga precyzyjnej synchronizacji prawnej

Dlatego convertible loan powinien być negocjowany jak przyszła runda kapitałowa, a nie jak zwykła umowa pożyczki z dopisanym słowem "konwersja". Znaczenie mają tu nie tylko kwota, oprocentowanie i termin zapadalności, lecz także definicja qualified financing, sposób ustalania ceny konwersji, valuation cap, discount, ewentualny valuation floor, kapitalizacja odsetek czy konsekwencje sprzedaży spółki przed kolejną rundą. Równie istotne są zasady wcześniejszej spłaty, przypadki default, uprawnienia informacyjne inwestora, ograniczenia nowego zadłużenia oraz klauzula MFN (most favoured nation). PFR zwraca uwagę zarówno na valuation cap, discount i floor, jak i na zapisy pozwalające wcześniejszemu inwestorowi domagać się równie korzystnych warunków, jeśli późniejsza pożyczka konwertowalna zostanie udzielona na lepszych zasadach. Im więcej takich warstw kontraktowych, tym bardziej "szybki bridge" zaczyna przypominać odroczoną negocjację pełnej umowy inwestycyjnej. Największe nieporozumienie prawne polega bowiem na przekonaniu, że sama umowa pożyczki automatycznie „zamienia” pieniądze w udziały.

W polskiej spółce z ograniczoną odpowiedzialnością konwersja musi współgrać z mechaniką Kodeksu spółek handlowych. Podwyższenie kapitału zakładowego wymaga odpowiedniej podstawy korporacyjnej; jeśli nie mieści się ono w mechanizmie przewidzianym w umowie spółki, następuje poprzez jej zmianę. Podwyższenie może odbywać się albo przez zwiększenie wartości istniejących udziałów, albo ustanowienie nowych. KSH przyznaje ponadto dotychczasowym wspólnikom co do zasady prawo pierwszeństwa objęcia nowych udziałów, chyba że umowa spółki lub uchwała o podwyższeniu stanowi inaczej. Dobrze sporządzona umowa konwertowalna musi więc zostać zsynchronizowana z umową spółki, zobowiązaniami founderów do głosowania, prawami pierwszeństwa oraz przyszłą dokumentacją rundy. Inwestor potrzebuje nie tylko ekonomicznego prawa „chcę się skonwertować”, lecz realnej ścieżki prawnej, która pozwoli faktycznie wyemitować na jego rzecz odpowiednią liczbę udziałów. Polskie prawo oferuje w tym zakresie użyteczne narzędzie techniczne.

Art. 14 § 4 KSH zabrania wspólnikowi lub akcjonariuszowi jednostronnego potrącenia własnej wierzytelności wobec spółki z obowiązkiem wniesienia należnej wpłaty, jednak wyraźnie zastrzega, że nie wyłącza to potrącenia umownego. Dzięki temu konwersję można ustrukturyzować tak, aby po objęciu nowych praw udziałowych wierzytelność spółki o wniesienie wkładu została rozliczona kontraktowo z wierzytelnością inwestora z tytułu pożyczki. Ten szczegół ma większe znaczenie, niż sugeruje język techniczny, ponieważ obnaża istotę polskiego convertible loan: konwersja nie jest

magicznym przeobrażeniem długu w kapitał, lecz sekwencją zsynchronizowanych czynności zobowiązaniowych i korporacyjnych.

Jeszcze ciekawszym wehikułem może okazać się prosta spółka akcyjna. PSA została zaprojektowana z myślą o większej elastyczności struktur kapitałowych: akcje nie mają wartości nominalnej, kapitał akcyjny może wynosić co najmniej 1 zł, a akcje mogą być obejmowane za wkłady pieniężne lub niepieniężne o wartości majątkowej. Choć sama emisja nowych akcji zasadniczo stanowi zmianę umowy spółki, KSH przewiduje możliwość wcześniejszego określenia w umowie maksymalnej liczby akcji i terminu ich emisji. Dzięki temu późniejszy proces może zostać przeprowadzony bez konieczności każdorazowej procedury zmiany umowy. Z punktu widzenia kolejnych bridge rounds, ESOP i konwersji instrumentów startupowych taka konstrukcja bywa bardziej naturalna niż tradycyjna sp. z o.o. Nie czyni to jednak procedury automatyczną: również w PSA trzeba precyzyjnie zaprojektować prawa akcjonariuszy, prawo poboru, sposób podejmowania uchwał oraz prawidłową rejestrację nowych akcji.

Forma prawna spółki powinna być elementem strategii finansowania na długo przed pierwszą pożyczką konwertowalną. Spółka z o.o. pozostaje w Polsce dominującym i sprawdzonym wehikułem, lecz przy wielu rundach, licznych inwestorach oraz rozbudowanym ESOP jej formalizm może stawać się uciążliwy. PSA oferuje większą elastyczność, ale wymaga innej kultury dokumentacji i rygorystycznego prowadzenia rejestru akcjonariuszy.

Pułapka długu w pożyczkach konwertowalnych i ryzyka podatkowe

Nie ma zatem jednej odpowiedzi na pytanie, która spółka jest najlepsza. Instrument finansowy powinien być zgodny z przewidywaną architekturą kapitału w perspektywie kolejnych trzech lat, a nie tylko najbliższych trzech miesięcy. Szczególnej ostrożności wymaga termin wymagalności. Do chwili konwersji pożyczka pozostaje długiem, co oznacza, że spółka ma wierzyciela, który na warunkach określonych w umowie może oczekiwać zwrotu kapitału.

PFR trafnie zauważa, że nieudana kolejna runda w połączeniu z nadejściem maturity date może wywołać u młodej spółki poważne napięcie płynnościowe, co w skrajnym wariancie prowadzi do obowiązków zarządu związanych z niewypłacalnością. W przeciwieństwie do czystego equity: inwestor udziałowy może stracić wartość udziałów, ale nie posiada zwykłego roszczenia o zwrot zainwestowanej kwoty tylko dlatego, że startup nie osiągnął zakładanych KPI. Pożyczkodawca przed konwersją pozostaje wierzycielem. Convertible loan jest więc przyjazny dla startupu tylko

wtedy, gdy scenariusz braku następnej rundy został opracowany równie starannie, co scenariusz sukcesu. Paradoks tego instrumentu polega na tym, że w optymistycznej prezentacji traktuje się go jak equity, podczas gdy w pesymistycznym wariancie przypomina on realny dług. Founder powinien szczególnie uważać na kombinację krótkiego maturity, wysokiego oprocentowania, możliwości odmowy konwersji przez inwestora oraz silnych zdarzeń default. Jeśli pieniądze zostały już wydane na product development, runway się kończy, a inwestor ma swobodę wyboru między konwersją a żądaniem spłaty, pozycja negocjacyjna spółki przed kolejną rundą może okazać się znacznie słabsza, niż sugerował pierwotny pitch deck. Pożyczka pomostowa, która miała dać czas, może stać się zegarem odliczającym czas.

Równie istotna jest kwestia PCC. Ogólna stawka podatku od umowy pożyczki wynosi obecnie 0,5 procent, jednak nie oznacza to, że każda pożyczka konwertowalna dla startupu automatycznie generuje podatek w tej wysokości. Ministerstwo Finansów wskazuje m.in. na zwolnienie dla pożyczek udzielanych spółce kapitałowej przez jej wspólnika lub akcjonariusza; przy innych strukturach znaczenie może mieć status czynności na gruncie VAT i wynikające z niego wyłączenie z PCC. To sprawia, że identyczny ekonomicznie bridge może być rozliczany odmiennie w zależności od tego, czy kapitał dostarcza istniejący wspólnik, nowy inwestor, fundusz czy inny podmiot profesjonalnie świadczący usługi finansowe. Konwersja również wymaga osobnej analizy podatkowej, gdyż wynik zależy od przyjętej techniki prawnej, statusu stron oraz tego, czy wierzytelność jest wnoszona, rozliczana przez potrącenie, czy konwertowana w innej strukturze. Aktualne interpretacje KIS pokazują, że konwersja wierzytelności pożyczkowych i instrumentów typu SAFE na udziały lub akcje podlega szczegółowej kwalifikacji podatkowej, dlatego nie istnieje bezpieczna uniwersalna formuła "konwersja jest podatkowo neutralna". Ważna jest również relacja pożyczki konwertowalnej z przyszłym inwestorem equity. Dobrze skonstruowany bridge przyspiesza następną rundę; źle zaprojektowany potrafi ją utrudnić.

Pożyczka konwertowalna jako odroczony koszt własności

Fundusz Series A analizuje nie tylko produkt i rynek, ale przede wszystkim cap table po konwersji wszystkich istniejących instrumentów. Jeśli startup podpisał kilka pożyczek z różnymi capsami, discountami, klauzulami MFN czy zobowiązaniami dotyczącymi przyszłej umowy wspólników, nowy inwestor może odkryć przed zamknięciem rundy nie spółkę o przejrzystej strukturze, lecz prawny "waterfall" wcześniejszych obietnic. Każda z nich osobno mogła wydawać się niewinna; razem mogą jednak znacząco rozwodnić founderów i ESOP lub uczynić nową rundę ekonomicznie

nieatrakcyjną. Dlatego najdroższą pożyczką konwertowalną bywa nie ta z najwyższymi odsetkami, lecz ta, której pełnego rozwodnienia nikt wcześniej rzetelnie nie wyliczył.

Instrument ten ma jednak ogromną wartość dla polskiego rynku, ponieważ rozwiązuje realny problem niedopasowania czasu. Startup potrzebuje kapitału dziś, a wiarygodną wycenę może uzyskać dopiero jutro. Fundusz chce wejść wcześnie, ale nie zamierza prowadzić wielotygodniowych negocjacji pełnej rundy dla relatywnie niewielkiego bridge'a. Z kolei founder nie chce oddawać zbyt dużej części spółki tuż przed osiągnięciem milestone'u, który mógłby istotnie zwiększyć jej wartość.

Convertible loan pozwala te interesy tymczasowo pogodzić. PFR opisywał go jako instrument szybszy i bardziej elastyczny od klasycznej umowy inwestycyjnej, przydatny w przerwach między właściwymi rundami. Nie należy jednak mylić szybkości podpisania dokumentu z prostotą jego ekonomicznych skutków. Pożyczka konwertowalna jest w istocie umową o przyszłej dystrybucji własności, zawartą w chwili, gdy uczestnicy świadomie nie znają jeszcze wartości przedmiotu podziału. Dlatego podczas negocjacji najważniejszym aktywem founderów nie jest wyłącznie prawnik, lecz rzetelny model kapitalizacji. Powinien on uwzględniać różne scenariusze: rundę przy wycenie słabej, umiarkowanej i spektakularnej, kapitalizację odsetek, działanie capu i discountu, powiększenie ESOP oraz jednoczesną konwersję wszystkich bridge'ów.

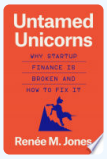
Dopiero wtedy widać rzeczywisty koszt instrumentu, który nominalnie może wyglądać jak "1 mln zł pożyczki na 6 procent". W polskich warunkach pożyczka konwertowalna powinna być rozumiana nie jako substytut inwestycji udziałowej, lecz jako technologia przejścia między etapami rozwoju przedsiębiorstwa. Jej naturalnym miejscem jest okres, w którym kapitał jest niezbędny natychmiast, a wycena stanie się rozsądniejsza dopiero po osiągnięciu konkretnego milestone'u. Jeśli kolejna runda nie jest realistycznie przewidywana, konwersja pozostaje mglistą obietnicą, a instrument zaczyna przypominać zwykły dług nałożony na spółkę, która z definicji ma niewielką zdolność do jego obsługi.

Polska posiada narzędzie wystarczająco elastyczne, by finansować startup przed pełną rundą, ale jego bezpieczeństwo zależy od jakości kontraktu i architektury korporacyjnej. Kodeks cywilny dostarcza ram długu, Kodeks spółek handlowych mechanizmu tworzenia praw udziałowych, umowa inwestycyjna logiki przyszłej konwersji, a cap table pokazuje jej prawdziwą cenę. Właśnie na styku tych czterech warstw pożyczka konwertowalna przestaje być "prostym finansowaniem pomostowym" i staje się tym, czym jest naprawdę: umową o tym, kto będzie właścicielem przyszłości, jeżeli przyszłość rzeczywiście nadejdzie. Dla polskiego ekosystemu innowacji jej sens jest głęboki.

Pożyczka konwertowalna może chronić młode przedsiębiorstwo przed przedwczesną wyceną i rozwodnieniem, dać inwestorowi premię za ryzyko i skrócić drogę do środków potrzebnych na kluczowy krok. Działa jednak sprawnie tylko wtedy, gdy żadna ze stron nie udaje, że konwersja rozwiązuje problem wyceny. Ona jedynie przenosi ten problem w przyszłość, przywiązując do niego wcześniej uzgodnione prawa. Kapitał pomostowy jest dobry wtedy, gdy prowadzi na drugi brzeg. Jeśli most kończy się przed następną rundą, pożyczka znów staje się po prostu długiem.

> W świecie startupów prawo do prywatności często mylone jest z prawem do nieprzejrzystości, co pozwala budować imperia na fundamentach informacyjnej pustki. Prawdziwym wyzwaniem nie jest zatem wybór między wolnością innowacji a gorsetem regulacji, lecz pytanie: w którym momencie wzrost firmy sprawia, że jej wewnętrzna struktura przestaje być prywatną sprawą właścicieli, a staje się kwestią publicznego zaufania? Ostatecznie instrumenty finansowe są tylko mostami – problem pojawia się wtedy, gdy okazuje się, że prowadzą one na drugi brzeg jedynie tych, którzy z góry znali mapę.

Inspiracje

[1] 

"Untamed Unicorns" Renee M Jones

2026 | Harvard University Press | ISBN: 9780674296350

Renée M. Jones jest profesor prawa i wyróżnioną stypendystką im. dr. Thomasa F. Carneya w Boston College Law School. Jako uznana ekspertka w dziedzinie prawa korporacyjnego i papierów wartościowych, specjalizuje się w finansowaniu startupów, regulacji rynku papierów wartościowych oraz ładzie korporacyjnym. W latach 2021–2023 Jones pełniła funkcję Dyrektora Wydziału Finansów Korporacyjnych Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (SEC). Ukończyła studia prawnicze na Harvard Law School oraz studia licencjackie na Uniwersytecie Princeton. Jej praca naukowa i działalność społeczna koncentrują się na strukturalnych wadach modeli finansowania startupów oraz wpływie deregulacji na przejrzystość rynku i ochronę inwestorów. Jest autorką książki z 2026 roku pt. „Untamed Unicorns: Why Startup Finance Is Broken and How to Fix It", w której analizuje ryzyko stwarzane przez duże, prywatne startupy działające poza tradycyjnymi ramami regulacyjnymi.

Renée M. Jones is a Professor of Law and the Dr. Thomas F. Carney Distinguished Scholar at Boston College Law School. A nationally recognized expert in corporate and securities law, she specializes in startup financing, securities regulation, and corporate governance. Jones served as the Director of the Securities and Exchange Commission's Division of Corporation Finance from 2021 to 2023. She holds a JD from Harvard Law School and an AB from Princeton University. Her academic work and public service focus on the structural flaws in startup financing models and the impact of deregulation on market transparency and investor protection. She is the author of the 2026 book Untamed Unicorns: Why Startup Finance Is Broken and How to Fix It, which examines the risks posed by large, private startup companies operating outside traditional regulatory frameworks.

Boston College Law School

Literatura uzupełniająca

Książki

Książki autora i dzieła przywołane w tekście:

[1] "Does Federalism Matter?"

Renee M. Jones

2006

[2] "The Irrational Actor in the CEO Suite"

Renee M. Jones

2017

[3] "Report of the Internal Inquiry Into Allegations of Race and Gender Discrimination at the Harvard Law Review"

Ralph D. Gants, Rhonda Adams, Samuel Bagenstos, Douglas A. Berman, Rebecca Lynn Eisenberg, David Edward Ellen, Marc Alan Goldman, Anthony Grumbach, Susan Hendrickson, Samuel Hirsch, Isobel Jones, Renee M. Jones, Robert Juman, Jerry Kang, Robert S. Loigman, Arthur Scott Long, Lawrence C. Moore (III.), Charles J. Ogletree, Lisa M. Peets, Elizabeth Walsh Pino, Annelise Riles, Emily Ruth Schulman, Shelley Y. Simms, Stephanie E. Sowell, Joseph A. Starkman, Kathleen M. Sullivan, C. Adrian Vermeule, Elizabeth Wolstein, Vikki Lynn Wulf, Christopher J. Younger

1993

[4] "Unfit for Duty"

Renee M. Jones

2014

Książki autorów przywoływanych i literatura pokrewna:



[5] "Employee Benefit Plans"

International Foundation of Employee Benefit Plans

1976 | International Foundation of Employee Benefit Plans



[6] "Getting Into Business"

Wylie A. Walthall, Michael J. Wirth

1987 | Prentice Hall | ISBN: 9780060468972

Artykuły naukowe

Prace autorów przywoływanych w tekście:

[1] "Payment offers, suggestions to share expenses and payment negotiation sequences on initial dates in Germany and the United Kingdom"

Anne Barron

2025 | Journal of Pragmatics | DOI: 10.1016/j.pragma.2025.01.016

Źródło

[2] "Models for Longitudinal Data: A Generalized Estimating Equation Approach"

Scott L. Zeger, Kung-Yee Liang, Paul S. Albert

1988 | Biometrics | DOI: 10.2307/2531734

Źródło

[3] "Longitudinal Data Analysis Using Generalized Linear Models"

Kung-Yee Liang, Scott L. Zeger

1986 | Biometrika | DOI: 10.2307/2336267

Źródło

[4] "Asymptotic Properties of Maximum Likelihood Estimators and Likelihood Ratio Tests Under Nonstandard Conditions"

Steven G. Self, Kung-Yee Liang

1987 | Journal of the American Statistical Association | DOI: 10.2307/2289471

Źródło

[5] "Words Meet Photos: When and Why Photos Increase Review Helpfulness"

Gizem Ceylan, Kristin Diehl, Davide Proserpio

2023 | Journal of Marketing Research | DOI: 10.1177/00222437231169711

Źródło

Treść tworzy Fundacja Dobre Państwo.
Redaguje i publikuje APA ONE, autorski system redakcyjny Fundacji oparty na AI.
APA ONE Publishing System

Fundacja Dobre Państwo © 2026

Article ID: 0ae8ae8a-070d-41a8-91e2-10b891a54eb7