Pułapka ładu jednorożców: kryzys finansowania startupów w świetle książki Untamed Unicorns Renee M. Jones

AUTOR

Fundacja Dobre Państwo

STRESZCZENIE / ABSTRACT

Artykuł analizuje strukturalne wady współczesnego systemu finansowania startupów, opierając się na diagnozie Renee M. Jones z książki „Untamed Unicorns". Głównym problemem jest zatarcie granicy między spółkami prywatnymi a publicznymi. Dzięki regulacjom takim jak Rule 506(b), przedsiębiorstwa osiągają gigantyczną skalę i wyceny, zachowując jednocześnie przywileje małych firm, m.in. brak transparentności i ograniczony nadzór informacyjny. Taka asymetria pozwala na rozwój jednostkowej megalomanii założycieli, która w przypadku ogromnych kapitałów staje się ryzykiem systemowym. Autor wskazuje, że spektakularne upadki firm takich jak FTX czy Theranos nie są jedynie wynikiem chciwości jednostek, lecz efektem wadliwych instytucji i mechanizmów finansowych, które umożliwiają prywatyzację zysków przy jednoczesnym uspołecznieniu ryzyka.

The article analyzes the structural flaws of the modern startup funding system, based on Renee M. Jones' diagnosis in the book 'Untamed Unicorns.' The main problem is the blurring line between private and public companies. Thanks to regulations such as Rule 506(b), enterprises achieve gigantic scale and valuations while retaining the privileges of small firms, including a lack of transparency and limited informational oversight. Such asymmetry allows for the development of individual founder megalomania, which becomes a systemic risk when involving massive amounts of capital. The author points out that the spectacular collapses of companies like FTX or Theranos are not merely the result of individual greed, but the effect of flawed institutions and financial mechanisms that enable the privatization of profits while socializing risk.

Artykuł analizuje strukturalną patologię współczesnego systemu finansowania startupów, która doprowadziła do powstania tzw. pułapki ładu korporacyjnego (Unicorn Governance Trap). Autor stawia tezę, że nadmiar prywatnego kapitału w połączeniu z lukami regulacyjnymi pozwoliły przedsiębiorstwom osiągać skalę globalnych korporacji, podczas gdy formalnie zachowują one przywileje i brak nadzoru właściwy dla małych spółek. W efekcie tradycyjne mechanizmy dyscyplinujące venture capital zostały zastąpione przez kulturę „blitzscalingu" i kult wizjonera, co drastycznie ogranicza transparentność i odpowiedzialność założycieli. Szczególną uwagę poświęcono zatarciu granicy między rynkiem prywatnym a publicznym – rozwój wtórnych rynków płynności oraz zmiany w prawie (m.in. JOBS Act) sprawiają, że spółki mogą unikać debiutu giełdowego i obowiązków raportowych niemal w nieskończoność. Prowadzi to do niebezpiecznego zjawiska prywatyzacji zysków przy jednoczesnym uspołecznieniu ryzyka: gdy gigantyczny, niedzorowany podmiot upada, koszty ponoszą nie tylko inwestorzy, ale przede wszystkim pracownicy i instytucje publiczne.

SŁOWA KLUCZOWE

pułapka ładu jednorożców | finansowanie startupów | Untamed Unicorns Renee M. Jones | staged investments | dual-class shares | Unicorn Governance Trap | rynek wtórny (secondary market) | permanentnie prywatne korporacje | blitzscaling | problem agencji w VC | cash-flow rights vs voting rights | SEC Rule 506(b) Regulation D | JOBS Act Section 12(g) | płynność a transparentność | dystrybucja korzyści z innowacji

Pułapka zachowania przywilejów małej firmy

Kryzys finansowania startupów. Nieposkromione jednorożce, prywatyzacja zysków i uspołecznienie ryzyka

Jednorożec wyrasta z klatki. Kapitalizm kocha opowieści o garażach. Garaż jest bowiem wdzięczną scenografią mitu założycielskiego: kilku ludzi, skromne fundusze, ogromna inteligencja, jeszcze większa bezczelność i pomysł, którego przeoczyli wielcy gracze. Z tej perspektywy startup to małe laboratorium przyszłości. Ma prawo eksperymentować, błądzić, spalać kapitał, zmieniać produkt, rotować kadrą, a nawet upaść. Ryzyko stanowi jego istotę; bez niego nie byłoby innowacji, gdyż nikt

nie finansowałby przedsięwzięcia, którego sukcesu nie da się jeszcze udowodnić. Problem współczesnego systemu finansowania zaczyna się jednak nie wtedy, gdy młoda firma ryzykuje, lecz w momencie, gdy przestaje być mała, ale wciąż zachowuje przywileje właściwe małym podmiotom. W ciągu ostatnich dekad dokonała się zmiana, której kulturowa atrakcyjność Doliny Krzemowej przez długi czas niemal nie pozwalała dostrzec.

Prywatne przedsiębiorstwo technologiczne może dziś osiągnąć skalę gospodarczą, wycenę, zatrudnienie i wpływ społeczny, które dawniej kojarzono niemal wyłącznie z korporacjami publicznymi. Jednocześnie potrafi przez lata pozostawać poza znaczną częścią systemu raportowania właściwego spółkom giełdowym. To właśnie tę sprzeczność Renée M. Jones czyni osią książki Untamed Unicorns: Why Startup Finance Is Broken and How to Fix It. Wydawnictwo Harvard University Press prezentuje jej argument jako próbę powiązania najbardziej spektakularnych skandali – FTX, Theranos, WeWork czy Ubera – ze strukturalnymi wadami modelu finansowania młodych spółek. Nie jest to zatem analiza chciwości, narcyzmu czy nieuczciwości poszczególnych przedsiębiorców. Gdyby problem sprowadzał się do charakteru jednostek, nie byłby interesujący dla nauk o instytucjach; każda epoka gospodarcza znała oszustów i megalomanów przekonanych, że prawa ekonomii ich nie dotyczą. Kluczowe pytanie brzmi inaczej: jakie instytucje pozwalają jednostkowej megalomanii stać się ryzykiem systemowym? Jak wiele pieniędzy musi znaleźć się pod kontrolą przedsiębiorcy i jak długo może on pozostawać poza publicznym mechanizmem ujawniania informacji, zanim jego prywatny eksperyment zacznie generować koszty ponoszone przez osoby, które nigdy nie uczestniczyły w negocjowaniu warunków inwestycji? Diagnoza źródła jest w tej kwestii jednoznaczna.

Zatarcie granicy między spółką prywatną a publiczną

Tradycyjna granica między spółką prywatną a publiczną uległa stopniowemu zatarciu. Kolejne zmiany regulacyjne ułatwiły pozyskiwanie coraz większych sum na rynku prywatnym, bez konieczności uruchamiania mechanizmów informacyjnych charakterystycznych dla giełdy. W efekcie przedsiębiorstwa formalnie prywatne zaczęły osiągać skalę dawniej zarezerwowaną dla spółek publicznych. Nie są to jednak jedynie dwa techniczne warianty własności; reprezentują one dwa odmienne modele kontraktu społecznego dotyczącego kapitału.

Rynek publiczny opiera się na szerokim dostępie do informacji, gdyż papiery wartościowe trafiają w ręce ogromnej liczby inwestorów, często pozbawionych bezpośredniego kontaktu z zarządem. Rynek prywatny historycznie usprawiedliwiał mniejszy zakres obowiązków informacyjnych inną strukturą: inwestorzy mieli być nieliczni, profesjonalni i zamożni – zdolni do negocjowania dostępu

do danych oraz poniesienia straty bez katastrofalnych skutków dla własnego bezpieczeństwa ekonomicznego. Deregulacja tego rynku opiera się na racjonalnej intuicji: nie każda emisja powinna wymagać aparatu właściwego publicznej ofercie.

Gdy doświadczony fundusz venture capital negocjuje bezpośrednio z kilkuosobowym startupem, państwo nie musi traktować obu stron jak bezbronnych konsumentów. Profesjonalny inwestor może zatrudnić prawników i audytorów, zażądać twardych danych, odmówić udziału w rundzie lub wynegocjować miejsce w radzie, rozkładając ryzyko na dziesiątki przedsięwzięć. Ta logika zaczyna jednak trzeszczeć, gdy wyjątek pomyślany dla rynku profesjonalnego staje się kanałem finansowania przedsiębiorstw wartych dziesiątki czy setki miliardów dolarów. Współczesne amerykańskie przepisy pozostawiają w tym zakresie niezwykle szeroką przestrzeń. Rule 506(b) Regulation D pozwala emitentowi pozyskiwać nieograniczoną kwotę kapitału od dowolnej liczby inwestorów akredytowanych, a przy spełnieniu dodatkowych warunków – również od ograniczonej grupy inwestorów nieakredytowanych.

SEC określa tę konstrukcję jako „safe harbor" oparty na Section 4(a)(2) Securities Act. Sam mechanizm nie jest patologiczny; to narzędzie, które może doskonale służyć przedsiębiorczości. Kluczowa jest jednak skala. Jeśli regulacyjne drzwi na rynek prywatny są na tyle szerokie, by przejść przez nie miliardy dolarów, należy zapytać, czy kategoria „private placement" wciąż opisuje ekonomiczną rzeczywistość, czy stała się jedynie prawną techniką emisji.

Tu pojawia się pierwszy intelektualny punkt zwrotny sporu. Prywatność spółki jest kategorią prawną, lecz skutki jej działania mają wymiar społeczny. Przedsiębiorstwo nie staje się ekonomicznie małe tylko dlatego, że nie notuje akcji na NASDAQ, ani nie staje się społecznie nieistotne przez brak obecności w aplikacji maklerskiej przeciętnego gospodarstwa domowego. Może obsługiwać miliony klientów, kształtować warunki pracy w branży czy wpływać na transport i infrastrukturę cyfrową, zatrudniając tysiące osób, których wynagrodzenie częściowo stanowią niepłynne instrumenty udziałowe. Prywatna forma prawna nie znosi publicznych następstw działalności.

W dawnym modelu venture capital istniał naturalny mechanizm ograniczający tę sprzeczność. Startup pozostawał prywatny przez pewien czas, bo właśnie tego potrzebował do dojrzewania. Kolejne transze kapitału zależały od wyników, a fundusze – poprzez miejsca w radach i prawa do ingerencji w strategię – sprawowały realny nadzór. Jeśli przedsięwzięcie rosło wystarczająco szybko, zmierzało ku sprzedaży lub IPO; prywatność była etapem rozwoju, a nie stanem docelowym.

W źródle model ten opisano poprzez staged investments: kolejne rundy następowały po realizacji konkretnych celów biznesowych. Inwestor dostarczał nie tylko kapitału, ale i wiedzy oraz sieci kontaktów, a prawa weta umożliwiały interwencję. Kapitał pełnił więc dwie funkcje. Pierwsza była oczywista: pozwalał rosnąć. Druga bywa dziś zapominana: mierzył wiarygodność kolejnego etapu wzrostu. Pieniądz był zarówno paliwem, jak i egzaminem. Startup nie otrzymywał automatycznie całej kwoty potrzebnej do realizacji wieloletniej wizji; musiał wracać na rynek finansowania. Każdy taki powrót oznaczał możliwość zadania niewygodnych pytań: czy produkt działa? Czy klienci płacą i zostają z marką? Czy marża rokuje rentowność? Czy zarządzający wydają środki zgodnie z celem? Nie trzeba idealizować tego systemu – fundusze VC również ulegały modom i finansowały absurdalne projekty.

Niedobór kapitału wytwarzał jednak dyscyplinę. W przedsiębiorczości pieniądz jest szczególnym rodzajem tlenu: jego brak zabija, lecz nadmiar może sprawić, że przez bardzo długi czas nie trzeba sprawdzać, czy organizm nauczył się samodzielnie oddychać. I właśnie tu zaczyna się współczesna historia.

Nadmiar kapitału i luki prawne tworzą pułapkę ładu korporacyjnego

Wraz ze wzrostem ilości kapitału poszukującego ekspozycji na spółki technologiczne, zmienił się układ sił w negocjacjach między funduszem a najbardziej pożądanym założycielem. Gdy kilka lub kilkanaście funduszy chce uczestniczyć w tej samej rundzie, inwestor nie negocjuje już tylko z przedsiębiorcą – negocjuje przeciwko innym inwestorom. Warunki zapewniające silny nadzór mogą przestać być atutem, a stać się przeszkodą w dostępie do transakcji. Mechanizm ten można sprowadzić do brutalnie prostego równania: im bardziej pożądany startup, tym więcej inwestor jest skłonny oddać, byle tylko wejść do gry. Nie oddaje jedynie ceny. Oddaje czasem władzę.

Rezultatem tego procesu jest przesunięcie punktu ciężkości na korzyść założycieli i rozwój struktur founder-friendly, w których dual-class shares przyznają akcjom fundatora wielokrotnie większą siłę głosu niż pozostałym akcjonariuszom. W skrajnej postaci inwestor może dostarczyć ogromną część kapitału ekonomicznego przedsiębiorstwa, zachowując jednocześnie niewspółmiernie mały wpływ na jego kontrolę. Powstaje szczególny paradoks kapitalizmu właścicielskiego: człowiek może posiadać relatywnie niewielką część wartości ekonomicznej firmy, a równocześnie zachowywać decydującą władzę polityczną w spółce. W języku corporate governance jest to rozdzielenie cash-flow rights od voting rights. Mówiąc prościej: ktoś inny dostarcza coraz więcej pieniędzy, podczas gdy założyciel nadal zachowuje kierownicę.

Sama struktura dual-class nie jest automatycznie dowodem złego zarządzania. Jej zwolennicy wskazują na problem krótkoterminowej presji rynku. Założyciel realizujący długofalową wizję może potrzebować ochrony przed inwestorami zainteresowanymi szybkim wzrostem kursu, aktywistami lub kapitałem niepodzielającym strategicznych założeń firmy. W określonych warunkach skoncentrowana kontrola umożliwia zatem realizację innowacji, której rozproszony akcjonariat nie byłby gotów cierpliwie finansować.

Argument o ochronie wizji ma jednak niebezpiecznego bliźniaka: ochronę przed odpowiedzialnością. Granica między „pozwólmy wizjonerowi działać" a „nie jesteśmy już w stanie powstrzymać prezesa" bywa niewidoczna, gdy przedsiębiorstwo rośnie. Staje się doskonale widoczna dopiero po katastrofie. To jest właśnie Unicorn Governance Trap. Pułapka nie polega wyłącznie na tym, że założyciel posiada ogromną władzę, lecz na tym, że inwestorzy sami uczestniczą w konstruowaniu systemu, który później ogranicza ich możliwość reakcji. Rezygnacja z praw kontrolnych jest racjonalna na poziomie pojedynczej transakcji – fundusz chce wejść do obiecującej spółki. Kiedy jednak robi to wielu inwestorów w kolejnych rundach, indywidualnie racjonalne zachowania mogą wytworzyć zbiorowo nieracjonalny rezultat: przedsiębiorstwo z ogromnym kapitałem i jednocześnie słabymi mechanizmami wewnętrznej korekty.

To jeden z najstarszych problemów nauk społecznych w nowym, technologicznym kostiumie. System może działać wadliwie bez konieczności zakładania, że jego uczestnicy są nieracjonalni. Wystarczy, że jednostkowe bodźce prowadzą do rezultatu, którego nikt rozsądny nie zaprojektowałby jako całości. Do tej transformacji dołączył drugi mechanizm: osłabienie przymusu wejścia na giełdę. Amerykańskie prawo nadal zawiera zapisy wymuszające w pewnych warunkach rejestrację klasy papierów wartościowych i uruchomienie obowiązków raportowych. Section 12(g) Exchange Act przewiduje obecnie dla typowych emitentów próg ponad 10 milionów dolarów aktywów oraz papiery wartościowe „held of record" przez co najmniej 2 000 osób albo 500 osób niebędących inwestorami akredytowanymi.

SEC przypomina jednocześnie, że JOBS Act podniósł wcześniejszy próg i wprowadził zmiany dotyczące papierów otrzymywanych w ramach pracowniczych planów kompensacyjnych. To szczegół prawny o ogromnym znaczeniu gospodarczym. W dawnych warunkach wzrost liczby akcjonariuszy mógł zbliżać przedsiębiorstwo do obowiązkowego reżimu raportowego. Podniesienie progu oraz sposób liczenia „holders of record" zwiększyły przestrzeń, w której duża spółka może pozostać prywatna. To właśnie w zmianach Section 12(g) oraz wykorzystywaniu konstrukcji SPV tkwi jeden z mechanizmów umożliwiających coraz większym przedsiębiorstwom funkcjonowanie poza dawną granicą między prywatnością a publicznym raportowaniem. Nie oznacza to oczywiście, że Kongres w 2012 roku postanowił stworzyć Theranos albo FTX – takie rozumowanie byłoby

zarówno ahistoryczne, jak i intelektualnie leniwe. Regulacje mają zamierzone cele oraz niezamierzone konsekwencje.

JOBS Act miał zwiększać dostęp przedsiębiorstw do kapitału i zmniejszać bariery wzrostu. Argument za liberalizacją był realny: zbyt kosztowne wymagania mogą odstraszać firmy od rynku kapitałowego, a regulacja zaprojektowana dla General Motors nie musi być właściwa dla młodego przedsiębiorstwa technologicznego.

Powstanie permanentnie prywatnych korporacji i pułapka skali

Problem ujawnia się w dynamice systemu. Najpierw rozszerzyły się możliwości pozyskiwania kapitału prywatnego, potem wzrosła liczba funduszy gotowych go dostarczyć, a na koniec rozwinęły się mechanizmy wtórnej płynności. Wcześni inwestorzy, założyciele i pracownicy nie muszą już czekać na IPO, by częściowo zmonetyzować swoje udziały. Słabnie tym samym jeden z najważniejszych bodźców ekonomicznych, który dawniej wypychał dojrzałą spółkę prywatną na rynek publiczny.

Każda z tych zmian osobno może wydawać się rozsądna, lecz razem zmieniają one naturę przedsiębiorstwa. Powstaje byt, którego utrzymanie kilka dekad temu byłoby znacznie trudniejsze: permanentnie prywatna korporacja wielkiej skali. W tym kontekście samo słowo „startup” zaczyna nas oszukiwać. Kojarzy się ono z początkiem, tymczasem współczesna prywatna spółka technologiczna może przez lata pozostawać formalnie w świecie początku, choć ekonomicznie dawno z niego wyrosła. Może zachowywać retorykę eksperymentu, jednocześnie wymagając od społeczeństwa infrastruktury właściwej dojrzałemu przedsiębiorstwu. Może mówić językiem disruption, dysponując siłą pozwalającą naruszać strukturę istniejących rynków. Może powoływać się na ochronę innowacji przed biurokracją, mimo że jej kapitalizacja odpowiada wielkości firm, których wpływ ustawodawca od dawna uznaje za wymagający szczególnego nadzoru.

Tutaj należy dokonać rozróżnienia, które będzie prowadzić cały artykuł: innowacyjność i małość nie są synonimami. Prywatność i niesystemowość również nimi nie są. Można być prywatnym gigantem, innowacyjnym monopolistą czy startupem jedynie z genealogii, a nie ze społecznej funkcji.

Liczba jednorożców to coś więcej niż barwna statystyka branżowa. Termin ten powstał, by podkreślić rzadkość prywatnych firm wycenianych na co najmniej miliard dolarów. Z czasem pojawiły się kolejne określenia: decacorn dla podmiotów przekraczających dziesięć miliardów i

centicorn dla tych osiągających wyceny liczone w setkach miliardów. Ewolucja ta jest produktem gigantycznego napływu kapitału prywatnego i opóźniania debiutów giełdowych. Nazwy są zabawne, lecz instytucjonalna konsekwencja już nie. Jednorożec był kiedyś wyjątkiem. System finansowy nauczył się je hodować.

Kiedy wyjątek staje się kategorią aktywów, trzeba ponownie zapytać o reguły zaprojektowane dla czasów, gdy był on rzadkością. Nie jest to wezwanie do likwidacji prywatnych rynków kapitałowych ani poddania każdej młodej firmy rygorom spółki publicznej – taki wniosek byłby przeciwieństwem rozsądnej polityki gospodarczej. Innowacja potrzebuje przestrzeni, a raportowanie publiczne jest kosztowne. Nie potrzebujemy więc prostej dychotomii regulacja-deregulacja, lecz odpowiedzi na trudniejsze pytanie: w którym momencie przedsiębiorstwo wyrasta z regulacyjnego uzasadnienia przywilejów, które otrzymało jako podmiot mały i dostępny głównie dla profesjonalnych inwestorów? W istocie jest to pytanie o skalę odpowiedzialności.

Jeżeli pięciu profesjonalnych inwestorów finansuje dziesięcioosobową firmę i wszyscy tracą pieniądze, możemy powiedzieć: taki jest kapitalizm. Jeśli jednak firma zatrudnia tysiące ludzi, rozdaje im niepłynne papiery wartościowe jako część wynagrodzenia, korzysta pośrednio z kapitału emerytalnego, wpływa na bezpieczeństwo konsumentów, destabilizuje rynek mieszkaniowy lub transportowy i zostawia po sobie miliardowe zobowiązania, odpowiedź „to była prywatna inwestycja” traci moc wyjaśniającą. Ryzyko pozostaje prywatne tylko tak długo, jak długo prywatne pozostają jego konsekwencje.

Ta zasada prowadzi nas do następnego etapu historii. Aby zrozumieć, dlaczego jednorożce mogły osiągnąć taką skalę, nie wystarczy studiować przepisów; trzeba przyjrzeć się temu, co stało się z samym venture capital. Kapitał, który w klasycznym modelu miał jednocześnie finansować i dyscyplinować przedsiębiorcę, zaczął napływać w ilościach pozwalających odraczać test rentowności, konkurencji i dojrzałości organizacyjnej. Niektóre startupy otrzymały nie tylko pieniądze potrzebne do zwycięstwa, ale fundusze pozwalające przez lata nie dowiedzieć się, czy naprawdę zwyciężają.

Klasyczne venture capital jako system dyscyplinujący

I właśnie tutaj zaczyna się historia blitzscalingu, funduszy-gigantów i wielkiego odwrócenia relacji władzy między założycielem a inwestorem. Moment, w którym kapitał przestaje dyscyplinować.

Venture capital zrodził się z paradoksu. Miał finansować przedsięwzięcia zbyt ryzykowne dla banków, ale jednocześnie nie mógł przypominać hazardu. Fundusz VC nie pożycza przedsiębiorcy

pieniędzy w klasycznym znaczeniu. Kupuje udział w przyszłości, której wartości nie da się jeszcze wiarygodnie wyliczyć.

Nie ma tu zabezpieczenia odpowiadającego wartości kredytu, często brakuje stabilnego strumienia przychodów, a historia bilansowa nie pozwala na przeprowadzenie standardowej analizy kredytowej. Inwestor dysponuje jednak czymś innym: możliwością kontrolowania kolejnych etapów eksperymentu. Dlatego jednym z filarów klasycznego venture capital stało się finansowanie etapowe. Badania ekonomiczne od dawna wskazują staged financing, postanowienia kontraktowe oraz aktywny udział inwestora w zarządzaniu jako zasadnicze elementy tego modelu. Josh Lerner i Ramana Nanda opisują governance sprawowany przez fundusze właśnie poprzez etapowanie kapitału, precyzyjne kontraktowanie i aktywne uczestnictwo w funkcjonowaniu firmy. W literaturze ekonomicznej staged capital infusion bywa wręcz określane jako jeden z najsilniejszych instrumentów kontroli dostępnych inwestorowi.

To kluczowe, ponieważ venture capital nie było pierwotnie sztuką wypisywania największego czeku. Było sztuką wiedzenia, kiedy następnego czeku jeszcze nie wypisywać. Kolejna runda finansowania miała sens dopiero wtedy, gdy poprzednia pozwoliła zredukować niepewność.

Powstał produkt. Technologia przeszła testy. Firma zdobyła klientów. Hipoteza rynkowa została zweryfikowana. Zespół wykazał zdolność wykonawczą. Koszt pozyskania użytkownika przestał być jedynie obietnicą na slajdzie. Finansowanie etapowe przekształcało więc niepewność w sekwencję eksperymentów – każdy kolejny dolar był konsekwencją nowej informacji.

Fundusz VC nie był zatem tylko właścicielem udziałów, lecz instytucją dyscyplinującą poznanie. Założyciel mówił: „to zadziała”, a inwestor odpowiadał: „sprawdźmy”. Ta różnica między wiarą a weryfikacją jest być może ważniejsza niż wszystkie późniejsze innowacje kontraktowe Doliny Krzemowej.

Kolejne transze finansowania następowały po osiągnięciu konkretnych celów biznesowych i operacyjnych. Fundusz zapewniał kontakty, wiedzę strategiczną i kapitał, ale równocześnie zasiadał w radzie i zachowywał możliwość ingerencji w kluczowe decyzje. Nie chodziło o antagonizm między przedsiębiorcą a inwestorem; ich interesy były wspólne tylko do pewnego stopnia i właśnie dlatego potrzebowali mechanizmu wzajemnej kontroli.

Ekonomia określa to mianem problemów agencji. Osoba zarządzająca cudzym kapitałem nie posiada dokładnie takiej samej funkcji celu, jak osoba, której kapitał wykorzystuje. Założyciel może maksymalizować rozwój firmy, kontrolę, prestiż czy własną wizję technologiczną. Inwestor preferuje wzrost wartości udziału i możliwość wyjścia z inwestycji. Pracownik szuka bezpieczeństwa

zatrudnienia i wynagrodzenia, klient ceny i jakości produktu, a społeczeństwo przestrzegania prawa i ograniczenia kosztów zewnętrznych.

W dobrze skonstruowanym systemie interesy te nie muszą być identyczne, ale muszą istnieć instytucje umożliwiające ich konfrontowanie. Klasyczne venture capital robiło to częściowo poprzez ograniczanie zasobu, którego startup potrzebował najbardziej: pieniędzy. Założyciel musiał wracać, pokazywać, tłumaczyć i udowadniać. To nie była wada systemu. To był jego mechanizm immunologiczny.

Nadmiar kapitału odwraca relację sił między inwestorem a założycielem

Problem pojawia się w momencie, gdy ilość dostępnego kapitału rośnie do tego stopnia, że spółki mogą coraz dłużej funkcjonować bez konfrontacji z pierwotnymi założeniami. Od niedoboru kapitału do niedoboru atrakcyjnych transakcji – każdy rynek ma przecież dwie strony. Przez lata najbardziej oczywistym obrazem venture capital był przedsiębiorca konkurujący o pieniądze funduszy; dziesiątki startupów pukały do tych samych drzwi, a fundusz wybierał zaledwie kilka przedsięwzięć. To inwestor dysponował kapitałem, więc mógł żądać szczegółowych informacji, praw kontrolnych, preferencji likwidacyjnych oraz wpływu na obsadę rady. Jeśli jednak ilość kapitału rośnie szybciej niż liczba przedsiębiorstw uznawanych za naprawdę wyjątkowe, sytuacja ulega odwróceniu. Wówczas to fundusze zaczynają konkurować o przedsiębiorców.

Nie jest to zmiana kosmetyczna. Przekłada się ona na cenę kapitału, wyceny spółek, warunki dokumentacji inwestycyjnej, zakres kontroli oraz psychologię całego ekosystemu. Założyciel najbardziej pożądanego startupu może powiedzieć potencjalnemu inwestorowi: inni dadzą mi pieniądze bez tych ograniczeń; jeśli chcesz uczestniczyć w rundzie, zaakceptuj moje warunki. W ten sposób rynkowa konkurencja, która zazwyczaj powinna zwiększać dyscyplinę, w określonej konfiguracji działa odwrotnie. Fundusze walczące o dostęp do niewielkiej liczby „gorących” transakcji zaczynają licytować nie tylko wysokością wyceny, ale również rezygnacją z kontroli.

To zasadnicza intuicja Unicorn Governance Trap. Inwestor może wiedzieć, że określone zabezpieczenie byłoby rozsądne, lecz obawiać się, że jego żądanie wykluczy go z transakcji – inny fundusz zgodzi się bowiem na mniej, jeszcze inny zaoferuje wyższą wycenę, a kolejny zaakceptuje akcje założyciela z uprzywilejowaniem głosowym. Indywidualnie każdy może postępować racjonalnie, dążąc do udziału w przedsięwzięciu, które uważa za przyszłego lidera rynku. Zbiorowy skutek jest jednak często sprzeczny z interesem inwestorów jako klasy. Konkurując między sobą,

stopniowo demontują narzędzia, które miały chronić ich własny kapitał. Powstaje paradoks teorii gier: wszyscy chcą mieć miejsce przy stole, dlatego godzą się na stół, przy którym coraz trudniej cokolwiek powiedzieć.

Vision Fund i zmiana skali wyobraźni. Tę transformacji nie sposób zrozumieć bez SoftBank Vision Fund. Nie chodzi o to, że Masayoshi Son sam stworzył wszystkie patologie nowoczesnego venture capital – taka personifikacja byłaby zbyt prosta. Vision Fund stał się jednak symbolem momentu, w którym skala kapitału dostępnego prywatnym przedsiębiorstwom została przesunięta o cały rząd wielkości. W październiku 2016 roku SoftBank Group ogłosił plan utworzenia funduszu technologicznego, którego potencjalna wielkość mogła sięgnąć 100 miliardów dolarów. Sam SoftBank deklarował co najmniej 25 miliardów dolarów, a Public Investment Fund Arabii Saudyjskiej rozważał zaangażowanie rzędu 45 miliardów. Vision Fund rozpoczął działalność na pełną skalę w maju 2017 roku. Masayoshi Son podkreślał później, że fundusz nie celował w typowe małe startupy, lecz w przedsiębiorstwa będące liderami swoich branż lub mające szansę szybko nimi zostać. Według jego własnego opisu średnia inwestycja w spółkę wynosiła około 100 miliardów jenów. Zmiana ta nie była jedynie ilościowa.

Kapitał jako broń zamiast narzędzia weryfikacji

Tradycyjny VC pytał: ile kapitału potrzeba spółce, aby osiągnęła kolejny etap rozwoju? Megafundusz stawia pytanie inne: ile kapitału potrzeba, aby spółka wygrała rynek? Między tymi pytaniami ziewa przepaść filozoficzna. Pierwsze zakłada naukę; drugie – podbój. Pierwsze traktuje kapitał jako środek weryfikacji modelu biznesowego, drugie pozwala traktować go jako broń konkurencyjną.

Jeżeli przedsiębiorstwo otrzymuje znacznie więcej środków, niż potrzebowałoby do organicznego sprawdzenia produktu, może wykorzystać nadwyżkę do subsydiowania ceny, agresywnej ekspansji terytorialnej, przejęć, marketingu czy rekrutacji ogromnych zespołów i jednoczesnego wchodzenia na wiele rynków. Sama zdolność wydawania pieniędzy zaczyna wówczas generować przewagę strategiczną. Nie musi to być nieracjonalne.

W gospodarce platformowej kluczowe są efekty sieciowe. Firma, która jako pierwsza osiągnie odpowiednią skalę, zyskuje przewagę trudną do odrobienia przez konkurentów. Więcej użytkowników przyciąga więcej dostawców; więcej dostawców zwiększa użyteczność dla użytkowników; większa skala pozwala dopracować produkt i obniżyć jednostkowe koszty. Stąd atrakcyjność blitzscalingu. Termin ten wszedł do języka strategii jako określenie błyskawicznego skalowania organizacji w warunkach niepewności. Harvard Business Review już w 2016 roku

przedstawiał blitzscaling jako drogę do wysokiego wzrostu i dużego wpływu, choć zarazem proces chaotyczny i wyjątkowo obciążający organizację.

Samo szybkie skalowanie nie jest błędem. Błędem jest pomylenie tempa ekspansji z dowodem jakości modelu biznesowego. Firma może szybko rosnąć, bo stworzyła wyjątkowo wartościowy produkt, ale może też rosnąć, ponieważ ktoś finansuje jej klientom możliwość kupowania produktu poniżej jego ekonomicznego kosztu. Przez pewien czas obie firmy mogą wyglądać identycznie. Różnica ujawnia się dopiero wtedy, gdy pieniądze przestają płynąć. Wzrost nie jest synonimem tworzenia wartości.

Kultura startupowa wykonała w pewnym momencie subtelną operację językową. Słowo „wzrost" zaczęło funkcjonować niemal automatycznie jako synonim sukcesu. Więcej klientów, więcej miast, więcej zatrudnionych, wyższe przychody i rosnąca wycena prowadzą do kolejnej rundy finansowania i jeszcze wyższej wyceny. Każdy z tych parametrów może być sygnałem sukcesu, lecz żaden samodzielnie go nie dowodzi. Przedsiębiorstwo bowiem nie istnieje po to, by maksymalizować skalę działalności niezależnie od ekonomicznych konsekwencji. W długim okresie musi stworzyć mechanizm, dzięki któremu wartość dostarczana klientom, pracownikom i właścicielom będzie finansowana z bieżącej działalności albo uzasadni dalsze wsparcie realistyczną perspektywą przyszłych przepływów.

Wzrost finansowany kapitałem zewnętrznym może przez długi czas maskować fakt, że jednostkowa ekonomika działalności jest wadliwa. Jeżeli każdy nowy klient generuje stratę, pozyskanie miliona użytkowników nie oznacza, że firma jest milion razy bliżej sukcesu. Może oznaczać jedynie, że milion razy szybciej spala kapitał. To rozróżnienie brzmi banalnie dopiero po fakcie. W okresie euforii wycena sama staje się argumentem: skoro ostatnia runda wyceniła przedsiębiorstwo na pięć miliardów dolarów, uczestnicy zakładają, że ktoś przeprowadził analizę to uzasadniającą. Jeśli kolejna runda odbywa się przy dziesięciu miliardach, poprzednia wycena zaczyna wyglądać wręcz konserwatywnie.

Nadmiar kapitału zastępuje dyscyplinę strategiczną możliwością

Nowy inwestor interpretuje obecność renomowanych funduszy jako sygnał jakości. Pracownik widzi w wzroście wyceny potwierdzenie wartości swoich opcji, media opisują firmę jako zwycięzcę, a konkurenci dostosowują do niej swoje strategie. Kolejni inwestorzy boją się przeoczyć rundę. W

ten sposób powstaje maszyna społecznego potwierdzania przekonania. Cena przestaje jedynie odzwierciedlać narrację – zaczyna ją produkować.

W klasycznym modelu rynku publicznego mechanizm ten jest przynajmniej częściowo ograniczany przez stałą możliwość sprzedaży, analizę sprawozdań, krótkie pozycje, raporty analityków i konkurencję interpretacji. Rynek publiczny bywa irracjonalny, podatny na bańki i manię; nie jest maszyną prawdy, ale pozostaje maszyną ciągłej konfrontacji przekonań.

Rynek prywatny działa inaczej. Wycena kolejnej rundy nie musi oznaczać, że cała firma mogłaby zostać sprzedana za tę kwotę. Często wynika ona z ceny niewielkiego pakietu nowo emitowanych akcji uprzywilejowanych, obdarzonych prawami, których nie posiadają akcje zwykłe. Jest to kluczowe dla pracowników: medialny komunikat, że „firma jest warta dziesięć miliardów dolarów", nie oznacza automatycznie, iż każdy procent akcji zwykłych ma ekonomiczną wartość równą jednemu procentowi tej sumy. Preferencje likwidacyjne, ratchets i kolejność wypłat mogą radykalnie zmienić rzeczywistą ekonomię poszczególnych klas papierów. Jednorożec może zatem być wart miliardy w nagłówkach, podczas gdy majątek pracowników zależy od instrumentów o wartości znacznie bardziej niepewnej, niż sugeruje ostatnia wycena.

Do tego wrócimy. Najpierw należy jednak przyjrzeć się temu, co nadmiar kapitału robi z samym przedsiębiorstwem. Pieniądz usuwa konieczność wybierania, a przecież Strategia jest sztuką rezygnacji. Firma dysponuje ograniczonymi zasobami, więc musi decydować: jeden produkt zamiast pięciu, trzy miasta zamiast trzydziestu, kluczowa technologia zamiast dziesięciu pobocznych eksperymentów czy najbardziej obiecujący segment klienta zamiast próby obsługi wszystkich. Kapitał może poszerzać liczbę dostępnych opcji i jest to jego wielka zaleta, jednak ekstremalny nadmiar środków potrafi chwilowo usunąć konieczność wyboru.

Można prowadzić wszystkie projekty jednocześnie: kupić konkurenta, wejść na nowy rynek, zatrudnić kolejne tysiąc osób, subsydiować kolejny produkt czy wynająć większe biuro. Można próbować nowej technologii lub przejąć przedsiębiorstwo, które może kiedyś okazać się potrzebne. Strategiczna dyscyplina zostaje zastąpiona strategiczną możliwością. Dopóki kolejna runda finansowania jest dostępna, organizacja przestaje odróżniać możliwość od wartości.

Źródło lokuje problem w gigantycznych funduszach i „zalaniu rynku tanim kapitałem". SoftBank Vision Fund staje się tu symbolem strukturalnej zmiany, która prowadzi do agresywnego wzrostu i realizacji projektów, które przy większej presji finansowej zostałyby wcześniej zakwestionowane. Należy jednak zachować precyzję: duża runda finansowania nie jest sama w sobie patologiczna. Niektóre przedsięwzięcia – budujące infrastrukturę, półprzewodniki, modele AI, technologie kosmiczne czy sieci logistyczne – naprawdę wymagają ogromnego kapitału. W 2026 roku byłoby

anachroniczne zakładać, że każda innowacja cyfrowa może nadal narodzić się za kilka milionów dolarów i rozwijać niemal bez aktywów.

Problem brzmi inaczej: czy rozmiar finansowania pozostaje proporcjonalny do zdolności organizacji do jego rozsądnego wykorzystania? Pieniądz posiada bowiem malejącą użyteczność zarządczą. Pierwsze dziesięć milionów może uratować przedsiębiorstwo, kolejne sto umożliwić ekspansję, ale następny miliard może już wymagać od organizacji jedynie znalezienia sposobu na jego wydanie. W tej subtelnej zmianie pojawia się moral hazard specyficzny dla megafinansowania. Założyciel przestaje pytać, który projekt jest najlepszy, a zaczyna zastanawiać się, ile projektów da się prowadzić jednocześnie. Kapitał, który miał usuwać ograniczenia innowacji, zaczyna usuwać ograniczenia rozsądku.

Przykładem takiej logiki jest Uber pod kierownictwem Travisa Kalanicka i jego ekonomia wojny na wyniszczenie. Jones wskazuje na agresywną ekspansję w Chinach jako przypadek „przepalania" miliardów dolarów w cenowej wojnie z lokalnym DiDi, a także przejęcie Otto za około 600 milionów dolarów i późniejszy spór z Waymo. Interesujący nie jest jednak sam poziom strat, lecz logika, która za nimi stała.

Nadmiar kapitału i kult wizjonera niszczą nadzór

Jeśli spółka posiada niemal nieograniczony dostęp do finansowania, może potraktować rynek jak pole wojny materiałowej. Nie musi natychmiast dowodzić rentowności każdego kursu, klienta czy miasta. Może subsydiować swoją obecność w nadziei, że konkurent pierwszy utraci dostęp do kapitału lub inwestorzy uznają dalszą walkę za bezcelową. Taka strategia bywa racjonalna w sektorach o silnych efektach sieciowych, jednak niesie ze sobą konkretne konsekwencje społeczne.

Przedsiębiorca finansujący działalność z własnych przychodów musi konkurować nie tylko lepszym produktem, lecz przede wszystkim bilansem funduszu inwestycyjnego stojącego za jego przeciwnikiem. Cena przestaje być wówczas czystym sygnałem efektywności firmy; staje się instrumentem zewnętrznie finansowanej strategii zdobywania rynku. To właśnie z tego mechanizmu wyrasta pojęcie venture predation.

Jeszcze bardziej plastycznym przykładem jest WeWork i jego „imperium możliwości". Książka przywołuje prywatny odrzutowiec, luksusową infrastrukturę dla Adama Neumanna, zakup Meetup, inwestycję w Wavegarden czy projekt edukacyjny WeGrow. Łatwo sprowadzić tę historię do anegdot o ekstrawagancji przedsiębiorcy, ale byłoby to intelektualnie zbyt tanie. Znacznie

ciekawsze pytanie brzmi: dlaczego system finansowania przez tak długi czas dostarczał zasobów umożliwiających tę ekspansję? Założyciel może przecież mieć tysiąc pomysłów.

Funkcją governance nie jest oczekiwanie, że przestanie je mieć. Funkcją governance jest zmuszanie organizacji do rozstrzygnięcia, które z tych pomysłów faktycznie należą do przedsiębiorstwa finansowanego pieniędzmi inwestorów. Tu ujawnia się granica między ekscentrycznością przedsiębiorcy a wadą instytucjonalną. Ekscentryczny przedsiębiorca jest faktem antropologicznym. Niekontrolowany ekscentryczny przedsiębiorca zarządzający miliardami jest już produktem wadliwego ładu korporacyjnego. Nie należy więc budować regulacji na nadziei, że kolejny założyciel będzie skromniejszy, rozsądniejszy lub bardziej samokrytyczny. Prawo korporacyjne oraz kontrakty inwestycyjne istnieją właśnie dlatego, że racjonalny system nie powinien zakładać doskonałości charakteru człowieka posiadającego władzę. To jedna z lekcji, o których Dolina Krzemowa chwilami próbowała zapomnieć.

Wraz ze wzrostem ilości dostępnego kapitału rozwijał się kolejny fenomen: kulturowe wyniesienie założyciela. Founder przestał być wyłącznie przedsiębiorcą; stał się wizjonerem, misjonarzem i architektem przyszłości – człowiekiem, który widzi więcej niż inni. Takie osoby rzeczywiście istnieją. Historia przedsiębiorczości nie jest demokratyczna pod względem rozkładu talentów; nie każdy potrafi stworzyć Apple, Microsoft, Amazon czy SpaceX. Wybitni założyciele podejmują decyzje, które początkowo mogą wyglądać absurdalnie, a później zmieniają całe gałęzie gospodarki.

Problem zaczyna się jednak wtedy, gdy z obserwacji „niektórzy wizjonerzy mają rację wbrew większości” wyprowadza się zasadę: „sprzeciw wobec wizjonera jest dowodem na to, że wizjoner ma rację”. To logiczna pułapka, niezwykle wygodna dla sprawującego władzę. Rada dyrektorów istnieje po to, by móc powiedzieć „nie” również człowiekowi genialnemu. Inwestor ma zadawać pytania nawet przedsiębiorcy, którego podziwia. Audyt służy do sprawdzania także ludzi obdarzonych charyzmą. Prawo istnieje przede wszystkim dla chwil, w których społeczny zachwyt czyni kontrolę niepopularną. W przeciwnym razie powstaje system, w którym sukces z wcześniejszego etapu zamienia się w immunitet wobec krytyki na etapie następnym. A przecież kompetencja nie jest uniwersalna.

Nadmiar kapitału i FOMO jako katalizatory systemowego ryzyka

Człowiek genialny w tworzeniu produktu może być fatalnym zarządzającym organizacją zatrudniającą dziesięć tysięcy osób. Wybitny programista może nie rozumieć prawa pracy, świetny

sprzedawca ignorować compliance, a wizjoner technologiczny katastrofalnie zarządzać ryzykiem finansowym. Umiejętność zbudowania przedsiębiorstwa nie dowodzi automatycznie zdolności do sprawowania nad nim nieograniczonej władzy.

Na poziomie inwestora istnieje lustrzane odbicie kultu fundatora: FOMO. Fear of missing out na rynku venture capital nie jest wyłącznie emocjonalnym lękiem; może być racjonalnym skutkiem struktury zwrotów. Portfel VC buduje się asymetrycznie – wiele inwestycji kończy się stratą, podczas gdy jedna niezwykle udana spółka rekompensuje dziesiątki porażek. Rozkład wyników przypomina power law. Dlatego brak udziału w największym zwycięstwie może boleć fundusz bardziej niż obecność przy kilku umiarkowanych porażkach.

W takim systemie najbardziej niebezpieczne pytanie inwestora nie brzmi: „Czy ta wycena jest uzasadniona?", lecz: „A co, jeśli to następny Google i nas tam nie będzie?". Właśnie wtedy due diligence zaczyna konkurować z presją uczestnictwa. Im bardziej renomowany jest założyciel, im szybciej rośnie spółka i im lepsze nazwiska widnieją w cap table, tym większy staje się psychologiczny koszt powiedzenia „nie". Prestige cascade może zastąpić analizę. Jeśli zaś poprzedni inwestor częściowo zaufał reputacji swojego poprzednika, system wytwarza coś na kształt finansowego paradoksu obserwatora: wszyscy zakładają, że ktoś inny zajrzał do środka. Przypadek FTX pokazał później, jak daleko można doprowadzić tę logikę.

Nadmiar kapitału nie znosi ryzyka – on przesuwa je w czasie. Najważniejszą właściwością ogromnej rundy finansowania jest to, że kupuje czas. Firma może dłużej pokrywać straty, eksperymentować, utrzymywać zatrudnienie i subsydiować klienta. Może dłużej prowadzić nierentowne projekty i odkładać spotkanie z rynkiem publicznym. Ten czas można wykorzystać genialnie – Amazon przez lata inwestował w skalę i infrastrukturę, co później wygenerowało ogromną wartość. Nie każda długotrwała nierentowność oznacza więc nieefektywność.

Czas kupiony kapitałem ma jednak drugą stronę: pozwala dłużej utrzymywać błędną hipotezę. W normalnym eksperymencie brak wyniku prowadzi do zakończenia próby. W startupie z olbrzymim finansowaniem brak wyniku może prowadzić do kolejnej próby, opłaconej z tej samej puli. Błąd nie znika. Jest refinansowany. To jedno z najgroźniejszych zjawisk w systemie jednorożców: kapitał potrafi opóźnić informację o porażce. Im później prawda wyjdzie na jaw, tym większa jest organizacja zbudowana wokół błędnego założenia – więcej pracowników, klientów i inwestorów, a co za tym idzie: większe zobowiązania i społeczny koszt katastrofy. Dlatego nie należy pytać tylko o to, ile pieniędzy stracili inwestorzy WeWorku czy FTX, lecz jak wcześniejsze finansowanie powiększało promień późniejszego wybuchu.

Blitzscaling ma sens tylko wtedy, gdy istnieje „after". Opiera się on na założeniu, że w określonych warunkach szybkość jest ważniejsza od efektywności. Jeśli rynek posiada silne efekty sieciowe i zwycięzca może przejąć dominującą pozycję, firma powinna rosnąć szybciej, niż wynikałoby to z klasycznej ostrożności zarządczej. To strategia racjonalna, ale zawiera ukryte założenie, o którym mówi się rzadziej: po blitz musi nastąpić scaling. Po fazie zdobywania rynku przedsiębiorstwo musi nauczyć się nim zarządzać. Po subsydiowaniu musi powstać ekonomika, po improwizacji – procedura, po charyzmie – instytucja, a po założycielu – organizacja.

Jeżeli ten drugi etap nie nadchodzi, blitzscaling przestaje być strategią przejściową i staje się sposobem permanentnego odsuwania testu dojrzałości. Współczesna krytyka doktryny „growth at all costs" podkreśla konieczność rozróżnienia między samą szybkością wzrostu a jego kierunkiem, metodą oraz długookresową zdolnością do generowania zysków. Można więc powiedzieć: szybkość jest strategią tylko wtedy, gdy wiadomo, dokąd się biegnie. W przeciwnym razie jest jedynie tempem.

W tym miejscu możemy zobaczyć całą sekwencję wielkiego odwrócenia.

Nadmiar kapitału zniszczył mechanizmy dyscyplinujące założycieli

Klasyczny model VC opierał się na niedoborze pieniędzy i obfitości projektów. Nowy model funkcjonuje w warunkach odwrotnych: nadmiaru kapitału i braku projektów uznawanych za przyszłych globalnych zwycięzców. W klasycznym układzie to przedsiębiorca zabiegał o fundusz; w nowym – fundusz zabiega o wybitnego przedsiębiorcę.

W dawnym modelu kolejna runda była egzaminem. Dziś często staje się jedynie potwierdzeniem narracji wygenerowanej podczas poprzedniej emisji. Kiedyś inwestor kontrolował kapitał poprzez jego etapowanie; dziś dostarcza ogromne kwoty z góry, by spółka osiągnęła skalę przed konkurencją. Klasyczna rada miała dyscyplinować założyciela, natomiast współczesny founder-friendly governance sprawia, że rada zaczyna zależeć od człowieka, którego powinna kontrolować.

Dopiero połączenie tych elementów pozwala zrozumieć istotę pułapki jednorożca. Nie jest nią jedna zła regulacja, pojedynczy fundusz, dual-class share czy pycha założyciela. Nie jest nią nawet blitzscaling. Pułapka rodzi się z interakcji: kapitał pozwala spółce dłużej pozostać prywatną, co ogranicza dostęp do informacji publicznej. Konkurencja między funduszami osłabia nadzór, uprzywilejowane głosy utrwalają kontrolę fundatora, a rynki wtórne zmniejszają presję na IPO.

Rosnąca wycena utwierdza w przekonaniu, że firma odnosi sukces. Sukces ułatwia kolejną rundę, a ta umożliwia dalszy wzrost – system zaczyna sam się napędzać. Dopóki działa, wygląda genialnie. Gdy jednak przestaje, okazuje się, że wiele zabezpieczeń usunięto właśnie wtedy, gdy wszyscy byli przekonani, że nigdy nie będą potrzebne. To stara historia instytucji. Pasy bezpieczeństwa wydają się zbędne podczas spokojnej jazdy. Rada niezależnych dyrektorów jawi się jako przeszkoda, gdy założyciel ma rację. Audyt wygląda jak koszt, gdy liczby rosną, compliance jak biurokracja, gdy przedsiębiorstwo zdobywa rynek, a prawo jak hamulec, gdy wszystko przyspiesza. Dopiero katastrofa przypomina, dlaczego hamulce wymyślono.

Czas zatem zejść z poziomu kapitału na poziom władzy i sprawdzić, jak struktury dual-class, supervoting shares, zależne rady dyrektorów oraz rezygnacja inwestorów z praw kontrolnych przekształciły klasyczny problem agencji w jego nową odmianę. Wielkim błędem epoki jednorożców nie było bowiem wyłącznie przekazanie założycielom zbyt wielu pieniędzy. Znacznie groźniejsze okazało się oddanie im kapitału wraz z możliwością powiedzenia tym, którzy go dostarczyli: możecie patrzeć, ale nie możecie mnie zatrzymać. To właśnie pułapka ładu jednorożców.

W tym miejscu analiza musi przejść od kwestii finansowych do strukturalnych. Kryzys współczesnego finansowania startupów przestaje być opowieścią o zbyt wysokich wycenach czy modzie na wzrost za wszelką cenę, a staje się problemem ładu korporacyjnego w ścisłym znaczeniu tego pojęcia. Kapitał nie jest bowiem zasobem neutralnym. Jego przekazaniu zawsze towarzyszy pytanie: kto podejmuje decyzje, kto kontroluje ich wykonanie, kto ma dostęp do informacji i kto posiada realną możliwość zatrzymania działań szkodliwych. W klasycznym modelu venture capital odpowiedź była prosta: założyciel cieszył się swobodą, ale inwestor zachowywał instrumenty interwencji w momencie odchodzenia od celu. W modelu współczesnym te proporcje zostały często odwrócone.

Pułapka ładu jednorożców i mechanizm founder control problem

Renée M. Jones ujmuje tę zmianę pojęciem Unicorn Governance Trap, czyli pułapki ładu jednorożców. Istotą tej pułapki nie jest samo istnienie silnego założyciela ani nawet uprzywilejowanie jego pozycji w strukturze spółki. Problem powstaje wtedy, gdy inwestorzy dobrowolnie rezygnują z części praw kontrolnych, ponieważ dostęp do udziałów w najbardziej pożądanych spółkach staje się dla nich ważniejszy niż utrzymanie tradycyjnych zabezpieczeń. Źródło opisuje ten mechanizm jednoznacznie: konkurencja o deal flow przesuwa punkt ciężkości na

korzyść fundatorów, a warunki inwestycji stają się coraz bardziej founder-friendly. Pułapka nie jest zatem narzucona inwestorom z zewnątrz – jest współtworzona przez nich samych.

Kluczowym instrumentem tej transformacji stały się struktury dual-class, w których różne klasy akcji posiadają różną siłę głosu. Akcje należące do założyciela mogą zapewniać dziesięć, dwadzieścia albo więcej głosów na jedną akcję, podczas gdy udziały pozostałych inwestorów zachowują zwykłą siłę głosu. Jones wskazuje właśnie supervoting shares jako mechanizm umożliwiający fundatorowi zachowanie kontroli nawet wtedy, gdy jego ekonomiczny udział w przedsiębiorstwie ulega istotnemu rozwodnieniu. Powstaje zatem rozdział pomiędzy prawem do udziału w wartości ekonomicznej a prawem do sprawowania władzy. Inwestorzy mogą dostarczać coraz większej części kapitału, ale ich zdolność oddziaływania na strategiczne decyzje spółki nie rośnie proporcjonalnie.

Z punktu widzenia teorii ładu korporacyjnego jest to szczególnie interesujące, ponieważ klasyczny problem agencji przyjmuje tu formę odwrotną do tej, którą przez dziesięciolecia analizowano w odniesieniu do wielkich spółek publicznych. Tradycyjna teoria corporate governance koncentrowała się przede wszystkim na rozdzieleniu własności i kontroli: akcjonariusze byli rozproszeni, natomiast menedżerowie zarządzali przedsiębiorstwem, wykorzystując przewagę informacyjną i organizacyjną. Zadaniem rady dyrektorów, rynku kapitałowego oraz mechanizmów przejęć było ograniczanie ryzyka, że zarządzający będą realizować własne interesy kosztem właścicieli.

W jednorożcach problem wygląda inaczej. Władza nie jest rozproszona w profesjonalnym zarządzie, lecz często skoncentrowana w rękach fundatora, który jest jednocześnie największym autorytetem kulturowym organizacji, centralną postacią narracji inwestycyjnej i podmiotem dysponującym uprzywilejowanym prawem głosu. Powstaje więc nie tyle klasyczny managerial agency problem, ile founder control problem. Założyciel nie musi posiadać większości ekonomicznej przedsiębiorstwa, aby zachowywać większość decyzyjną. Może pozyskać kolejne rundy finansowania i rozwodnić swój udział kapitałowy, a mimo to nie utracić rzeczywistej kontroli.

W skrajnych konfiguracjach oznacza to, że rada dyrektorów formalnie istnieje, ale jej zdolność do narzucenia zmiany strategicznej albo personalnej pozostaje ograniczona. W notatce źródłowej ten stan został opisany jako przekształcanie rady nadzorczej w "atrapę" oraz jako sytuacja, w której inwestorzy stają się zakładnikami własnej inwestycji, ponieważ pozbawili się narzędzi pozwalających na realną korektę kierunku zarządzania.

Nie oznacza to, że każda struktura dual-class prowadzi do patologii. Taki wniosek byłby nie tylko normatywnie przesadzony, lecz również analitycznie fałszywy. Uprzywilejowanie fundatora może mieć racjonalne uzasadnienie, szczególnie w przedsiębiorstwach wymagających długiego horyzontu inwestycyjnego, znacznych nakładów na badania oraz odporności na krótkoterminową presję rynku. Problem zaczyna się wówczas, gdy mechanizm ochrony długofalowej wizji staje się mechanizmem ochrony fundatora przed odpowiedzialnością.

Granica pomiędzy tymi dwoma stanami nie jest łatwa do uchwycenia ex ante, ponieważ do momentu kryzysu silna kontrola założyciela może być przedstawiana jako warunek spójności strategii, szybkości działania i utrzymania kultury przedsiębiorstwa. Governance trap działa również jako pułapka poznawcza. Ten sam mechanizm, który w okresie sukcesu bywa interpretowany jako źródło przewagi, po ujawnieniu kryzysu zaczyna wyglądać jak źródło bezkarności. Autokratyczny styl zarządzania może być przedstawiany jako zdecydowane przywództwo, koncentracja władzy jako ochrona wizji, niechęć do kontroli jako odporność na biurokrację, a lekceważenie procedur jako szybkość wykonawcza.

Dopóki wycena rośnie, granica pomiędzy charyzmą i dominacją pozostaje nieostra. Dopiero wtedy, gdy pojawiają się błędy, konflikty interesów albo nadużycia, inwestorzy odkrywają, że mechanizmy, z których wcześniej dobrowolnie zrezygnowali, byłyby dokładnie tymi, których teraz najbardziej potrzebują. Przykład Theranos pokazuje tę logikę w postaci niemal podręcznikowej. Jak podaje Jones, Elizabeth Holmes dysponowała akcjami zapewniającymi jej dwadzieścia głosów na jedną akcję, co pozwalało jej zachowywać pełną kontrolę nad strategicznymi decyzjami przedsiębiorstwa.

Koncentracja władzy blokuje mechanizmy korekcyjne

Rada składała się z osób o wysokim prestiżu politycznym i społecznym, jednak zabrakło w niej kompetencji laboratoryjnych i diagnostycznych, które pozwoliłyby skonfrontować narrację fundatorki z rzeczywistym stanem technologii. W konsekwencji problem nie sprowadzał się jedynie do tego, że Holmes przekazywała inwestorom nieprawdziwe informacje. Równie istotne było to, że struktura władzy oraz kultura organizacyjna utrudniały przekształcenie sygnałów ostrzegawczych w decyzję zdolną zatrzymać dalsze działania. W każdej dużej organizacji pojawiają się dane sprzeczne z dominującą narracją; system odpornego governance nie polega na całkowitej eliminacji błędów, lecz na zdolności do ich wykrywania i przekuwania w korektę. Gdy informacja od inżyniera, audytora czy sygnalisty jest blokowana przez hierarchię władzy, błąd przestaje być wyłącznie usterką techniczną – staje się błędem instytucjonalnym. Przypadek Tylera Shultza obrazuje właśnie

taką sytuację: sygnalista, zamiast stać się elementem mechanizmu naprawczego, został potraktowany jako zagrożenie dla organizacji.

Theranos ujawnia głębszą prawidłowość: im większa koncentracja kontroli, tym kluczniejsze stają się niezależne kanały informacji. Jeśli fundator kształtuje skład rady i kontroluje narrację, system wymaga mechanizmów równoważących tę przewagę – rzetelnego audytu, kompetentnej rady oraz ochrony sygnalistów. W przeciwnym razie organizacja wchodzi w stan, w którym lojalność wobec misji zaczyna być utożsamiana z lojalnością wobec osoby, a krytyka technologii jest traktowana jak atak na samo przedsiębiorstwo.

WeWork ukazuje inny wymiar tej samej pułapki. Tutaj centralnym problemem nie była nieweryfikowalna technologia, lecz konflikt między interesem fundatora a interesem spółki. Przykładem są rozbudowane wydatki Adama Neumanna i inwestycje niezwiązane z modelem biznesowym, przy jednoczesnej słabości rady wobec jego pozycji. W klasycznym ujęciu corporate governance sytuacje te analizuje się przez pryzmat self-dealing oraz duty of loyalty. Problem nie tkwi w ekscentryczności przedsiębiorcy, lecz w tym, czy zasoby spółki są wykorzystywane zgodnie z jej interesem i czy istnieje organ zdolny niezależnie ocenić transakcje obarczone konfliktem interesów. W modelu founder-centric dochodzi zatem do osobliwego przesunięcia: założyciel staje się jednocześnie źródłem wizji, twarzą marki, centrum relacji inwestorskich i osobą o uprzywilejowanej pozycji formalnej.

Kult założyciela i kultura wzrostu paraliżują nadzór korporacyjny

Każda próba ograniczenia działań fundatora może być przedstawiana jako ryzyko zniszczenia wartości przedsiębiorstwa. Rada staje wtedy przed szczególnym dylematem: ma kontrolować człowieka, którego osobista obecność uznano za kluczowy składnik wyceny spółki. Im silniej rynek utożsamia firmę z jednostką, tym trudniej odebrać tej osobie władzę bez ryzyka gwałtownego spadku wartości aktywów. Prowadzi to do mechanizmu określanego jako key person dependency.

W startupach problem ten jest zazwyczaj silniejszy niż w dojrzałych korporacjach. W spółce publicznej prezes może być kluczowy dla strategii, jednak system organizacyjny jest tam bardziej zinstytucjonalizowany. W „jednorożcu” założyciel bywa jednocześnie symbolem produktu, architektem kultury, liderem rekrutacji i twarzą projektu przed inwestorami. W takiej sytuacji jego odejście nie jest zwykłą zmianą personalną, lecz może zostać odebrane jako zakwestionowanie całej

narracji inwestycyjnej. Rada, która teoretycznie powinna mieć zdolność dokonania takiej zmiany, w praktyce może racjonalnie obawiać się skutków własnej interwencji.

Uber pod kierownictwem Travisa Kalanicka obrazuje kolejny aspekt problemu: pułapkę kultury organizacyjnej. Silna pozycja założyciela, agresywna strategia wzrostu oraz kultura podporządkowana szybkości i dominacji stworzyły środowisko, które paraliżowało funkcje kontrolne. W takich warunkach działy HR, compliance czy risk management mogą istnieć formalnie, jednak ich realna sprawczość zależy od faktycznej hierarchii wartości w organizacji. Jeśli nieformalnym przesłaniem jest „wzrost ponad wszystko", procedury bezpieczeństwa, skargi pracowników czy obowiązki regulacyjne stają się jedynie przeszkodami operacyjnymi, a nie elementami zarządzania ryzykiem. Corporate governance nie jest więc wyłącznie układem praw głosu i statutów; jest również architekturą bodźców organizacyjnych.

Rada może być formalnie niezależna, lecz w praktyce nieefektywna. Funkcja compliance może istnieć, będąc jednocześnie marginalizowaną. Pracownicy mogą dysponować kanałami zgłaszania nieprawidłowości, wiedząc jednocześnie, że korzystanie z nich grozi zahamowaniem kariery. Prawo korporacyjne tworzy ramę, ale to kultura rozstrzyga, czy ta rama w ogóle działa. W środowisku, gdzie fundator jest jedynym źródłem norm, krytyka decyzji biznesowej często zostaje odczytana jako nielojalność wobec całego przedsiębiorstwa.

FTX stanowi z kolei przypadek graniczny, w którym tradycyjne elementy ładu korporacyjnego zostały zredukowane do poziomu niemal symbolicznego. Mimo obecności licznych renomowanych inwestorów żadnemu z nich nie udało się uzyskać miejsca w radzie dyrektorów, a sama organizacja była pozbawiona podstawowych funkcji kontroli, audytu i zarządzania ryzykiem. Szczególna waga tego przypadku polega na tym, że nie można go wyjaśnić wyłącznie brakiem kompetencji inwestorów.

Prestiż i sukces osłabiają nadzór inwestorski

Problemem stał się efekt wzajemnego uspokajania się prestiżem. Gdy do spółki wchodzą kolejne znane fundusze, sam fakt ich obecności sygnalizuje, że ktoś wcześniej przeprowadził rzetelną analizę. Powstaje w ten sposób paradoks zbiorowego due diligence. Im więcej renomowanych inwestorów bierze udział w rundzie, tym silniejsza pokusa, by ograniczyć własną kontrolę, traktując obecność innych jako dowód jakości. Każdy z uczestników zakłada, że ryzyko zostało już zweryfikowane przez poprzedników. Jeśli ten proces się kumuluje, ogromna liczba profesjonalnych inwestorów może paradoksalnie współistnieć z bardzo słabym nadzorem. Prestiż zastępuje

informację, reputacja zastępuje kontrolę, a zbiorowa obecność kapitału staje się substytutem pytania o to, kto rzeczywiście ma dostęp do ksiąg i kto odpowiada za ocenę ryzyka.

Governance trap przejawia się na trzech poziomach. Pierwszy jest prawny i dotyczy formalnego rozkładu głosów, uprawnień rady oraz ochrony inwestorów. Drugi jest ekonomiczny i wynika z konkurencji o dostęp do najbardziej pożądanych transakcji. Trzeci zaś jest kulturowy i polega na utożsamieniu silnego fundatora z wartością samego przedsiębiorstwa. Dopiero połączenie tych trzech elementów wyjaśnia, dlaczego inwestorzy dysponujący ogromnymi zasobami finansowymi i profesjonalnym zapleczem mogą znaleźć się w pozycji zaskakująco słabej wobec jednostki, której działalność finansują.

Istnieje przy tym jeszcze jeden paradoks: im bardziej przedsiębiorstwo odnosi sukces, tym silniejsze staje się uzasadnienie dla koncentracji kontroli. Wysoka wycena legitymizuje wcześniejsze decyzje fundatora. Jeśli cena udziałów rośnie, inwestorzy interpretują ten wzrost jako dowód efektywności dotychczasowej struktury governance. Sukces na rynku kapitałowym staje się argumentem za utrzymaniem systemu władzy, który nie został przetestowany w warunkach kryzysu – a to właśnie kryzys ujawnia realną wartość mechanizmów nadzorczych. Można więc powiedzieć, że pułapka ładu jednorożców jest systemem procyklicznym. W okresie wzrostu osłabia presję na reformę nadzoru, gdyż wszystkie mechanizmy wydają się działać. W fazie spadku okazuje się natomiast, że zmiana struktury kontroli jest już trudna, kosztowna lub spóźniona. Im wyższa była wycena, tym większy kapitał uzależniono od osoby fundatora i tym bardziej destabilizująca staje się późniejsza próba jego usunięcia. Właśnie dlatego inwestorzy w WeWork musieli negocjować odejście Adama Neumanna z pozycji, w której jego osobista zgoda miała istotną wartość ekonomiczną.

Konieczność wygaszania uprzywilejowania głosowego wraz ze wzrostem skali spółki

To pozwala postawić pytanie szersze niż sama krytyka dual-class shares. Czy problemem jest rzeczywiście szczególny rodzaj akcji, czy raczej brak mechanizmów wygaśnięcia uprzywilejowania wraz ze zmianą skali przedsiębiorstwa? Z punktu widzenia polityki regulacyjnej można argumentować, że founder control ma uzasadnienie w początkowej fazie rozwoju, lecz przestaje być racjonalny po osiągnięciu przez spółkę określonego wieku, wartości, liczby akcjonariuszy lub skali społecznego oddziaływania. W takim ujęciu pytanie nie brzmi „czy dual-class powinno być zakazane”, lecz „czy uprzywilejowanie głosowe powinno być wieczne”. To rozróżnienie jest kluczowe, gdyż sprawny system prawny nie powinien projektować jednego rozwiązania dla

wszystkich faz życia firmy. Startup potrzebuje większej elastyczności niż wielka korporacja, ale argument ten słabnie wraz ze wzrostem zatrudnienia i wpływu społecznego organizacji.

Mechanizm chroniący małego fundatora przed przedwczesną utratą kontroli może w późniejszym etapie służyć kontrolującemu akcjonariuszowi do uniknięcia odpowiedzialności wobec podmiotów, których kapitał i praca zbudowały znaczną część wartości spółki. W tym miejscu problem corporate governance łączy się z kwestią legitymacji władzy gospodarczej. Przedsiębiorstwo prywatne nie jest państwem i nie podlega demokratycznej zasadzie jeden człowiek – jeden głos, jednak nie oznacza to, że struktura władzy pozostaje aksjologicznie obojętna. Jeśli pojedyncza osoba sprawuje trwałą kontrolę nad organizacją zatrudniającą tysiące ludzi i zarządzającą miliardami dolarów dostarczonych przez innych, pytanie o mechanizmy kontroli przestaje dotyczyć wyłącznie ochrony akcjonariuszy, a staje się pytaniem o jakość instytucji gospodarczych.

Właśnie tutaj krytyka Jones wykracza poza tradycyjne rozumienie prawa spółek. Nie chodzi już tylko o to, czy inwestor otrzyma uczciwy zwrot, lecz czy system finansowania pozwala przedsiębiorstwu rosnąć szybciej niż jego zdolność do tworzenia instytucji ograniczających własną władzę. Jeśli odpowiedź brzmi twierdząco, to sukces finansowania może paradoksalnie pogłębiać niedojrzałość organizacyjną. Spółka staje się większa, zanim stanie się lepiej rządzona.

Z tego punktu przejdziemy do najbardziej niewygodnego pytania całego artykułu: kto płaci za tę niedojrzałość, gdy przestaje być ona prywatnym problemem fundatora i inwestora? Dopiero analiza sytuacji funduszy emerytalnych, pracowników wynagradzanych udziałami czy społeczności lokalnych pokaże, że kryzys finansowania startupów nie kończy się na cap table. Jego rzeczywiste koszty obciążają ludzi, którzy nigdy nie głosowali nad strukturą dual-class i nie negocjowali term sheetu, a mimo to ponoszą skutki decyzji podejmowanych wewnątrz prywatnej spółki.

Najbardziej zwodniczym założeniem w tej dyskusji jest przekonanie, że ryzyko przedsięwzięcia pozostaje sprawą tych, którzy świadomie zdecydowali się je finansować. Na pierwszy rzut oka argument wydaje się niepodważalny: profesjonalny fundusz venture capital inwestuje w młodą spółkę, akceptuje możliwość utraty kapitału i właśnie dlatego oczekuje ponadprzeciętnej stopy zwrotu. W takim modelu państwo nie powinno chronić inwestora przed konsekwencjami jego własnych decyzji, gdyż strata jest elementem rynkowej selekcji. Kryzys współczesnego finansowania startupów zaczyna się jednak tam, gdzie ten opis przestaje odpowiadać rzeczywistej strukturze przepływu kapitału. Środki w funduszu venture capital nie zawsze są majątkiem osób podejmujących decyzje inwestycyjne. Fundusz zarządza pieniędzmi swoich limited partners – funduszy emerytalnych, instytucji publicznych czy uniwersytetów, które powierzono mu osobom całkowicie odległym od świata rund finansowania i negocjacji praw głosu. Jones wskazuje, że straty prywatnych jednorożców nie zawsze obciążają wyłącznie bogatych inwestorów profesjonalnych,

przywołując przykład Ontario Teachers' Pension Plan, który poniósł stratę 95 mln USD na inwestycji w FTX. Ten mechanizm fundamentalnie zmienia moralną i ekonomiczną strukturę ryzyka.

Uspołecznienie ryzyka poprzez łańcuchy pośrednictwa kapitałowego

Nauczyciel, policjant, urzędnik czy pracownik przedsiębiorstwa nie podejmuje indywidualnej decyzji o zakupie udziałów w konkretnej prywatnej spółce technologicznej. Powierza on część swojego wynagrodzenia instytucji emerytalnej, której zadaniem jest zbudowanie zdywersyfikowanego portfela gwarantującego przyszłe świadczenia. Dopiero na kolejnych poziomach pośrednictwa środki te mogą trafiać do funduszy private equity lub venture capital, a stamtąd do konkretnych startupów. Im dłuższy jest ten łańcuch, tym większa staje się asymetria pomiędzy człowiekiem ponoszącym ekonomiczną część ryzyka a człowiekiem posiadającym informację i kompetencję decyzyjną.

Nie oznacza to, że inwestowanie funduszy emerytalnych w aktywa prywatne jest samo w sobie nieracjonalne. Długoterminowy inwestor instytucjonalny może korzystać z illiquidity premium, dywersyfikacji oraz ekspozycji na przedsiębiorstwa niedostępne na rynku publicznym. Problem leży jednak gdzie indziej: wraz ze wzrostem znaczenia prywatnych rynków kapitałowych zanika dawne uzasadnienie tezy, że ich porażki dotyczą jedynie wąskiej grupy zamożnych uczestników, zdolnych samodzielnie „zadbać o siebie". Jeżeli jednym z końcowych źródeł kapitału jest system emerytalny, prywatność transakcji nie oznacza już prywatności jej konsekwencji. Właśnie dlatego pojęcie uspołecznienia ryzyka nie powinno być tutaj traktowane wyłącznie jako publicystyczna metafora.

Jest to opis struktury ekonomicznej, w której zyski z wyjątkowo udanej inwestycji mogą zostać skoncentrowane w rękach fundatorów, general partners oraz posiadaczy najbardziej uprzywilejowanych instrumentów, podczas gdy straty zostają rozproszone pomiędzy ogromną liczbę beneficjentów portfeli instytucjonalnych. Ryzyko przenika przez kolejne warstwy pośrednictwa tak długo, aż osoba na końcu łańcucha może nawet nie wiedzieć, że w jakiejkolwiek formie uczestniczyła w finansowaniu przedsięwzięcia. Jeszcze wyraźniej problem ten uwidacznia się w sytuacji pracowników startupów. W kulturze przedsiębiorczości technologicznej kompensacja udziałowa została przedstawiona jako jedno z najbardziej demokratycznych osiągnięć nowoczesnego kapitalizmu. Pracownik nie miał być już wyłącznie wykonawcą sprzedającym swój czas za wynagrodzenie.

Otrzymując opcje na akcje lub jednostki RSU, miał stawać się współuczestnikiem przyszłego sukcesu firmy. Zakładano, że jeżeli przedsiębiorstwo osiągnie ogromną wartość, bogactwo nie przypadnie tylko fundatorowi i funduszom, lecz zostanie rozdzielone również pomiędzy ludzi, którzy budowali produkt, pisali kod, sprzedawali usługę i tworzyli organizację.

Asymetria ryzyka i brak transparentności w wynagrodzeniach udziałowych

Koncepcja ta posiada realną atrakcyjność i w wielu przypadkach rzeczywiście przyniosła pracownikom znaczące korzyści majątkowe. Problem zaczyna się jednak wtedy, gdy pracownik zostaje potraktowany jak inwestor w zakresie ponoszonego ryzyka, ale nie otrzymuje uprawnień informacyjnych odpowiadających tej roli. Może on zaakceptować niższe wynagrodzenie gotówkowe w zamian za opcje, podejmując tym samym decyzję majątkową dotyczącą kilku lat swojego życia, a jednocześnie posiadać bardzo ograniczoną wiedzę o strukturze kapitałowej przedsiębiorstwa, preferencjach likwidacyjnych inwestorów, ostatniej rzetelnej wycenie akcji zwykłych, zadłużeniu, warunkach wcześniejszych rund oraz rzeczywistym prawdopodobieństwie uzyskania płynności.

Źródło określa ten mechanizm mianem "złotych kajdanek". Pracownik pozostaje związany z przedsiębiorstwem w oczekiwaniu na przyszłe IPO, sprzedaż spółki albo inną formę płynności, podczas gdy wartość posiadanych przez niego instrumentów może dramatycznie różnić się od wartości sugerowanej przez medialną wycenę ostatniej rundy finansowania. Materiał przywołuje Good Technology jako przykład sytuacji, w której spadek wartości akcji pozostawił część pracowników z instrumentami o znacznie mniejszej wartości oraz z realnymi konsekwencjami podatkowymi.

Ta asymetria jest szczególnie dotkliwa, ponieważ pracownik znajduje się jednocześnie po dwóch stronach ryzyka tego samego przedsiębiorstwa. Jeśli startup upada, może stracić zatrudnienie i znaczną część majątku zgromadzonego w instrumentach udziałowych. Z punktu widzenia klasycznej teorii portfelowej jest to koncentracja ryzyka, której profesjonalnemu inwestorowi zwykle odradza się unikać. Fundusz VC posiada dziesiątki inwestycji.

Pracownik posiada natomiast jedną karierę, jedno bieżące źródło dochodu i często znaczną część potencjalnego przyszłego majątku uzależnioną od tego samego przedsiębiorstwa. To, co dla funduszu jest pozycją w portfelu, dla człowieka może być jednocześnie miejscem pracy, źródłem ubezpieczenia, podstawą zdolności kredytowej i nadzieją na awans majątkowy. Na tym właśnie polega głęboka asymetria społeczna rynku startupowego.

Profesjonalny inwestor może dywersyfikować kapitał. Pracownik robi to znacznie trudniej, ponieważ jego podstawowym aktywem pozostaje własny czas, kompetencje i zdolność do pracy. Jeżeli część wynagrodzenia przyjmuje postać udziałową, ryzyko przedsiębiorstwa zostaje przeniesione również na ten składnik jego majątku. W zamian za obietnicę uczestniczenia w sukcesie pracownik przejmuje więc część niepewności finansowej, choć jednocześnie nie otrzymuje miejsca w radzie, prawa weta ani dostępu do informacji charakterystycznego dla inwestora instytucjonalnego.

W tym miejscu powraca problem wyceny. W prywatnym startupie słowo "wycena" posiada znaczenie bardziej skomplikowane, niż sugeruje codzienny język. Kwota ogłaszana po kolejnej rundzie finansowania nie musi odpowiadać cenie, po której można by sprzedać wszystkie akcje przedsiębiorstwa na otwartym rynku. Inwestor nowej rundy może obejmować akcje uprzywilejowane wyposażone w preference rights, liquidation preferences, anti-dilution provisions albo inne zabezpieczenia. Pracownik posiadający akcje zwykłe znajduje się natomiast w innej pozycji ekonomicznej. Jeżeli przedsiębiorstwo zostanie sprzedane poniżej oczekiwanej wartości, kolejność zaspokajania poszczególnych klas udziałów może sprawić, że efekt finansowy dla pracownika będzie znacznie gorszy, niż wynikałoby to z prostego pomnożenia liczby jego akcji przez ostatnią cenę rundy.

Dlatego reforma ochrony pracownika postulowana przez Jones nie jest typową propozycją prawa pracy. Jest to propozycja połączenia prawa zatrudnienia z prawem rynku kapitałowego. Jeżeli opcje i RSU stanowią część wynagrodzenia, osoba przyjmująca ofertę pracy powinna mieć możliwość racjonalnej oceny ich wartości. Jones wskazuje w tym kontekście na potrzebę ujawniania informacji dotyczących struktury kapitałowej, wyceny 409(a), rozwodnienia oraz konsekwencji podatkowych już na etapie składania oferty zatrudnienia, a następnie w kolejnych okresach pracy. Spór o transparentność wobec pracowników dotyka więc głębszej kwestii: czy przedsiębiorstwo może równocześnie mówić pracownikowi, że jest "właścicielem przyszłości firmy", a następnie traktować informacje konieczne do wyceny tego udziału jako tajemnicę dostępną jedynie inwestorom? Jeżeli akcje mają pełnić funkcję motywacyjną, muszą być postrzegane jako realna część wynagrodzenia. Jeśli natomiast są realną częścią wynagrodzenia, trudno uzasadnić sytuację, w której ich ekonomiczna wartość pozostaje dla pracownika w znacznym stopniu nieprzejrzysta.

Kapitał jako narzędzie drapieżnictwa rynkowego

Ten przypadek pozwala dostrzec istotną zależność między rodzajem innowacji a akceptowalnym poziomem ryzyka. Kultura "move fast and break things" może być tolerowana w obszarach, gdzie

błąd w produkcie wywołuje jedynie irytację użytkownika lub wymusza aktualizację oprogramowania. Znacznie trudniej zaakceptować tę samą filozofię w diagnostyce medycznej, autonomicznym transporcie, usługach finansowych czy infrastrukturze krytycznej. Nie każde środowisko może przyjąć ten sam poziom eksperymentowania, gdyż wartość rzeczy, które mogą zostać "broken", jest radykalnie różna. W tym miejscu ujawnia się jeden z fundamentalnych błędów ideologii technologicznej ostatnich dekad: przenoszenie kategorii właściwych tworzeniu oprogramowania na obszary podlegające odmiennym reżimom odpowiedzialności.

Szybkość iteracji pozostaje wartością tak długo, jak koszt błędu jest odwracalny. Tam jednak, gdzie błędna decyzja uderza w zdrowie, bezpieczeństwo finansowe lub życie człowieka, instytucjonalne hamulce nie są reliktem świata przedcyfrowego, lecz elementem technologii społecznej służącej ograniczaniu skutków niepewności. Czwarty krąg kosztów obejmuje konkurentów oraz całe rynki lokalne.

W tym punkcie analiza Jones wprowadza pojęcie venture predation. Jones definiuje je jako strategię, w której przedsiębiorstwo finansowane ogromnym kapitałem VC może przez długi czas świadczyć usługi poniżej poziomu zapewniającego samodzielną rentowność, zdobywając udział w rynku kosztem podmiotów finansujących działalność głównie z własnych przychodów.

Nie każda niska cena jest przejawem drapieżnictwa; agresywna konkurencja cenowa to naturalny mechanizm gospodarczy. Problem pojawia się wtedy, gdy przewaga ta wynika przede wszystkim z dostępu do wielomiliardowego kapitału, pozwalającego na finansowanie długotrwałych strat.

W takim modelu konkurencja przestaje być starciem efektywności operacyjnej. Lokalna firma transportowa, hotel, tradycyjny pośrednik czy mniejsza platforma muszą konkurować z podmiotem, którego cenę rynkową przez lata subsydiuje inwestor oczekujący przyszłego monopolu, efektu sieciowego lub zwycięstwa typu winner-takes-most. Kapitał staje się wówczas elementem strategii cenowej, a skala finansowania jednym ze źródeł przewagi konkurencyjnej. Ostateczny rachunek ekonomiczny zostaje wystawiony dopiero później, gdy rynek został już w znacznej mierze przeorganizowany.

Źródło wykorzystuje Ubera jako główny przykład takiej dynamiki, łącząc finansowane straty z agresywną ekspansją na rynku transportowym. Niezależnie od oceny skali społecznych konsekwencji, sam mechanizm ekonomiczny jest kluczowy: przedsiębiorstwo wspierane kapitałem zewnętrznym może prowadzić strategię, której tradycyjny konkurent opierający się na bieżącym cash flow nie jest w stanie imitować. Pojawia się zatem pytanie, czy rynek nagradza lepszą technologię i organizację, czy jedynie zdolność do dłuższego ponoszenia strat.

Analogiczny problem dotyczy Airbnb, choć ma on inną naturę. Jones wiąże rozwój platformy z konsekwencjami dla lokalnych rynków mieszkaniowych, cen najmu oraz regulacji hotelarskich. Należy zachować tu ostrożność interpretacyjną, gdyż sytuacja w poszczególnych miastach i skala wpływu najmu krótkoterminowego na ceny mieszkań różnią się zależnie od warunków lokalnych. Ważniejszy od jednostkowej diagnozy jest jednak problem ogólny: cyfrowa platforma potrafi niezwykle szybko przekształcić sposób wykorzystywania milionów prywatnych aktywów, zanim lokalne instytucje zdążą dostosować prawo, podatki i politykę mieszkaniową do nowej skali zjawiska. Powraca zatem asymetria szybkości.

Startup finansowany przez globalny kapitał może skalować usługę szybciej, niż ustawodawca, samorząd czy regulator są w stanie zrozumieć jej pełne efekty. Technologia porusza się w tempie rund finansowania i wdrożeń produktu; instytucje publiczne – w tempie konsultacji, procesów legislacyjnych, sporów sądowych i budowania wiedzy regulacyjnej.

Uspołecznienie ryzyka i paradoks prywatnej skali

Różnica między tymi prędkościami tworzy okres, w którym przedsiębiorstwo funkcjonuje nie tyle w przestrzeni całkowicie pozbawionej prawa, co w ramach systemu zaprojektowanego dla innego modelu gospodarki. Nie należy jednak z tego wyciągać wniosku, że każda innowacja powinna czekać na uprzednią zgodę państwa. Taki system zdusiłby znaczną część eksperymentów i chroniłby nieefektywnych, zasiedziałych uczestników rynku przed konkurencją. Problemem nie jest zatem disruption jako takie, lecz rozkład kosztów okresu przejściowego.

Jeśli korzyści ze wzrostu i wyceny są szybko kapitalizowane przez fundatorów i inwestorów, podczas gdy koszty dostosowania infrastruktury, rynku pracy, transportu czy mieszkalnictwa obciążają społeczności lokalne, mamy do czynienia z klasycznym problemem externalities. Ekonomia kosztów zewnętrznych dostarcza tutaj precyzyjniejszego języka niż moralizatorska krytyka przedsiębiorców. Nie trzeba zakładać złych intencji fundatora, aby system generował nadmierne ryzyko; wystarczy, że podmiot podejmujący decyzję nie ponosi pełnych kosztów jej skutków. Jeśli firma może zatrzymać znaczną część zysków z agresywnej ekspansji, a koszty przenieść na pracowników, konsumentów, konkurentów lub administrację publiczną, będzie miała ekonomiczną skłonność do podejmowania większego ryzyka, niż gdyby musiała te koszty w pełni internalizować. Finansowanie startupów przestaje więc być problemem wyłącznie finansowym. Kapitał tworzy zdolność do działania, governance określa, kto tę zdolność kontroluje, a struktura externalities rozstrzyga, kto zapłaci, jeśli działanie okaże się błędne. Te trzy poziomy są ze sobą nierozerwalnie połączone.

Ogromne finansowanie pozwala zwiększyć skalę eksperymentu, a słaby nadzór zmniejsza prawdopodobieństwo jego wcześniejszego zatrzymania. Im większa skala, tym szerszy krąg osób nieuczestniczących w pierwotnej decyzji inwestycyjnej, lecz wystawionych na jej konsekwencje. Dochodzi tu do zmiany charakteru ryzyka. W dawnym ujęciu startup był eksperymentem, którego niepowodzenie obciążało przede wszystkim fundatora i profesjonalnego inwestora. W modelu wielkiego jednorożca porażka może dotknąć funduszu emerytalnego, pracownika z opcjami, kontrahenta, użytkownika, najemcy mieszkania, samorządu lub całego segmentu rynku. Przedsiębiorstwo pozostaje prywatne w rejestrze korporacyjnym, ale jego promień oddziaływania staje się publiczny.

Dlatego pytanie „kto ponosi koszty?" jest w istocie ważniejsze niż pytanie „kto stracił na akcjach?". Strata inwestycyjna to tylko jeden z rodzajów kosztu. Istnieje również utracone zatrudnienie, spadek wartości opcji, błędy medyczne, destabilizacja rynku lokalnego, eliminacja konkurencji i konieczność interwencji publicznych. Tych wartości nie widać w tabeli kapitalizacji spółki ani w headline valuation kolejnej rundy. Pojawiają się one dopiero wtedy, gdy spojrzymy na przedsiębiorstwo nie jako na kontrakt między fundatorem a inwestorem, lecz jako na instytucję osadzoną w społeczeństwie. W tym miejscu tradycyjny podział na rynek prywatny i publiczny zaczyna ujawniać swoją słabość. Jeśli obowiązki informacyjne uzasadnia skala potencjalnej szkody oraz liczba osób narażonych na asymetrię informacji, formalna obecność akcji na giełdzie może okazać się kryterium zbyt wąskim. Prywatna firma może bowiem mieć publiczny ciężar ekonomiczny, a publiczne skutki mogą wystąpić długo przed jej IPO.

Czas zejść do fundamentów prawnych tego paradoksu. Dopiero rekonstrukcja Regulation D, Rule 506, pojęcia inwestora akredytowanego, NSMIA, Section 12(g), JOBS Act oraz konstrukcji SPV pokaże, że współczesny jednorożec nie wyrósł w próżni regulacyjnej. Jego narodziny umożliwiła sekwencja zmian, z których każda miała własne uzasadnienie, lecz których skumulowany efekt pozwolił wielkim prywatnym przedsiębiorstwom pozyskiwać kapitał na skalę dawniej niewyobrażalną bez wejścia w reżim publicznego raportowania. W tej historii najlepiej widać, jak regulacja nie tyle znika, co stopniowo przesuwa granicę między tym, co państwo uznaje za prywatne, a tym, co powinno podlegać publicznej odpowiedzialności. Prawo, które otworzyło bramę. Kryzys finansowania startupów byłby łatwiejszy do opisania, gdyby można go było przypisać jednej deregulacji, jednej administracji lub jednemu błędowi ustawodawcy. Rzeczywistość jest jednak bardziej interesująca i niepokojąca.

Współczesny rynek prywatnego kapitału powstał w wyniku kumulacji zmian rozłożonych na dziesięciolecia. Każda z nich była racjonalna: zmniejszenie kosztów emisji, ułatwienie dostępu do finansowania, usunięcie podwójnej regulacji federalnej i stanowej, stworzenie płynności dla

inwestorów czy powstrzymanie młodych firm przed zbyt wczesnym debiutem giełdowym. Dopiero spojrzenie na rezultat ujawnia paradoks. System zaprojektowany, by wyjąć z rygorystycznej regulacji niewielkie i rzeczywiście prywatne transakcje, nauczył się obsługiwać w tym samym reżimie przedsiębiorstwa pozyskujące miliardy dolarów i osiągające znaczenie gospodarcze odpowiadające największym spółkom publicznym.

Właśnie tę historyczną sekwencję Jones traktuje jako prawną genezę "nieposkromionego jednorożca". Punktem wyjścia musi być amerykańska ustawa Securities Act z 1933 roku, powstała jako odpowiedź na doświadczenie wielkiego krachu oraz kulturę sprzedaży papierów wartościowych przy dramatycznej asymetrii informacji.

Erozja ochrony inwestora poprzez sztywne progi akredytacji

Konstrukcja przepisów nie zakładała, że państwo potrafi rozpoznać dobrą inwestycję i odrzucić złą. Głównym mechanizmem ochrony inwestora miało być ujawnienie informacji. Emitent oferujący papiery publicznie powinien udostępnić dane pozwalające nabywcy samodzielnie ocenić przedsiębiorstwo, natomiast wyjątek przewidziany dla transakcji "not involving any public offering", obecnie zawarty w Section 4(a)(2), miał obejmować przypadki, w których pełna machina rejestracyjna nie była potrzebna. W sprawie SEC v. Ralston Purina Co. z 1953 roku Sąd Najwyższy związał sens tego wyjątku z pytaniem, czy uczestnicy oferty rzeczywiście potrzebują ochrony ustawowej. SEC, rekonstruując dziś znaczenie orzeczenia, wskazuje, że kluczowe było to, czy inwestorzy potrafią "fend for themselves" oraz czy posiadają dostęp do rodzaju informacji, które ujawniłaby rejestracja. To rozumowanie jest subtelniejsze niż proste przeciwstawienie inwestora bogatego biednemu.

Pierwotnie chodziło o realną zdolność do ochrony własnego interesu, a jednym z jej fundamentów był dostęp do informacji. Można posiadać duży majątek i jednocześnie nie znać sytuacji finansowej emitenta, struktury jego zobowiązań, sporów prawnych, konfliktów interesów czy ryzyk technologicznych. Z drugiej strony profesjonalny uczestnik rynku, wspierany przez zespół analityków i uprawniony do żądania dokumentów, może świadomie zaakceptować ryzyko bez pełnego publicznego prospektu. Właśnie dlatego sprawa Ralston Purina jest tak istotna dla argumentacji Jones: przypomina, że historycznym uzasadnieniem prywatnego wyjątku nie była tajemniczość przedsiębiorstwa jako wartość sama w sobie, lecz brak praktycznej potrzeby ochrony adresata oferty poprzez publiczną rejestrację. Jones rekonstruuje tę doktrynę jako model, w którym

możliwość "zadbania o siebie" wynikała z rzeczywistego dostępu do informacji funkcjonalnie porównywalnej z informacją rejestracyjną.

W 1982 roku Regulation D uporządkowała system wyłączeń i stworzyła Rule 506 jako bezpieczną przystań dla prywatnych ofert. Z punktu widzenia przedsiębiorcy rozwiązanie to miało ogromną zaletę: zamiast za każdym razem zgadywać, jak sąd oceni konkretną ofertę na podstawie ogólnej formuły ustawowej, można było zastosować szczegółowe kryteria regulacyjne i zyskać większą pewność prawną. Z czasem jednak Rule 506 stała się jedną z najważniejszych arterii prywatnego rynku kapitałowego. Według obowiązujących reguł Rule 506(b) pozwala pozyskać nieograniczony kapitał oraz sprzedawać papiery nieograniczonej liczbie inwestorów akredytowanych; dopuszcza również udział do 35 inwestorów nieakredytowanych spełniających wymagania dotyczące wiedzy i doświadczenia, choć w ich przypadku uruchamiają się dodatkowe obowiązki informacyjne. SEC wyraźnie wskazuje jednocześnie, że od akredytowanych inwestorów nie wymaga dostarczenia pakietu dokumentów analogicznego do tego, którego żąda wobec uczestników nieakredytowanych.

W tym miejscu należy doprecyzować jedno z najmocniejszych sformułowań spotykanych w tej dyskusji. Stwierdzenie, że Rule 506 pozwala pozyskiwać kapitał od inwestorów akredytowanych przy "zerowych wymogach informacyjnych", dobrze oddaje krytyczny kierunek argumentacji Jones, ale jako opis prawny jest zbyt szerokie. Nie istnieje bowiem próżnia prawna: zastosowanie mają przepisy antyfraudowe, a emitent nie zyskuje prawa do oszukiwania inwestorów czy przedstawiania materialnie fałszywych informacji. Precyzyjniejsza teza brzmi zatem inaczej: w ofercie 506(b) skierowanej wyłącznie do inwestorów akredytowanych prawo federalne nie narzuca tego samego szczegółowego, standaryzowanego pakietu ujawnień, jaki charakteryzuje ofertę z udziałem inwestorów nieakredytowanych lub publiczny reżim raportowy. Sama SEC historycznie opisywała Rule 506 jako rozwiązanie, w którym sprzedaż akredytowanym inwestorom nie uruchamia specyficznych obowiązków disclosure poza ograniczeniami wynikającymi m.in. z przepisów antyfraudowych. Ten rozdźwięk jest kluczowy dla pułapki jednorożców, ponieważ status inwestora akredytowanego zaczął pełnić funkcję swoistego regulatora dostępu do informacji. Jeżeli kupujący spełnia przesłanki ustawowe, prawo zakłada, że należy do kategorii podmiotów zdolnych do samodzielnej ochrony własnego interesu.

W przypadku osób fizycznych aktualne kryteria obejmują między innymi majątek netto przekraczający milion dolarów (z wyłączeniem głównego miejsca zamieszkania) albo odpowiednio wysoki dochód: ponad 200 tysięcy dolarów indywidualnie lub 300 tysięcy wspólnie z małżonkiem bądź partnerem w dwóch poprzednich latach, przy założeniu podobnych zarobków w roku bieżącym. Współczesna definicja jest jednak szersza niż czysto majątkowa, gdyż obejmuje również określone kwalifikacje zawodowe, funkcje u emitenta, knowledgeable employees prywatnych

funduszy oraz inne kategorie profesjonalne. Krytyka Jones koncentruje się jednak na tym, że podstawowe progi finansowe przez dekady nie były indeksowane zgodnie ze zmianą wartości pieniądza. Nie jest to wyłącznie argument retoryczny.

W opublikowanym w 2023 roku przeglądzie definicji accredited investor personel SEC oszacował, że według kryteriów finansowych kwalifikowało się około 1,8 procent amerykańskich gospodarstw domowych w 1983 roku, podczas gdy w 2022 roku było to już około 18,5 procent. SEC wskazała zarazem, że wzrost ten wynika w dużej mierze z braku dostosowania progów dla osób fizycznych do inflacji; według jej kalkulacji próg miliona dolarów majątku odpowiadałby przy waloryzacji CPI-U w 2022 roku wartości przekraczającej 3 miliony dolarów, a indywidualny próg dochodowy 200 tysięcy dolarów – kwocie ponad 600 tysięcy. Nie oznacza to automatycznie, że każdy nowy inwestor zakwalifikowany dzięki erozji progów jest niekompetentny.

Majątek nie zastępuje transparentności informacyjnej

Byłoby absurdem utożsamiać poziom majątku z inteligencją finansową lub twierdzić, że osoba dysponująca milionami potrzebuje identycznej ochrony jak drobny oszczędzający. Problem ma jednak charakter instytucjonalny: skoro kategoria pierwotnie ograniczona do nielicznych gospodarstw domowych z czasem obejmuje znacznie szerszą grupę osób, zmienia się społeczny charakter rynku, który na niej oparto. Wyjątek prawny pozostaje ten sam, lecz grupa jego użytkowników ulega zmianie. Inflacja wykonuje wówczas pracę deregulacyjną bez uchwalania ustawy, ponieważ każdego roku kolejne osoby przekraczają nominalny próg, mimo że ustawodawca formalnie nie zdecydował o rozszerzeniu zakresu wyjątku.

W tym miejscu pojęcie „inwestora akredytowanego” ujawnia filozoficzne pęknięcie. Zamożność może świadczyć o zdolności do poniesienia straty, ale nie gwarantuje dostępu do informacji ani umiejętności wykrycia oszustwa. Jeśli fundator przedstawia inwestorowi fałszywe dane laboratoryjne, sfabrykowane przychody lub fikcyjny stan zabezpieczeń, rozmiar rachunku bankowego ofiary nie sprawi, że te dane staną się prawdziwe. Można zatem zaakceptować pragmatyczną potrzebę stosowania mierzalnych kategorii, a jednocześnie kwestionować założenie, że kryterium majątkowe jest wystarczającym substytutem obowiązku informacyjnego w przedsiębiorstwie o wielomiliardowej skali. To właśnie ten argument prowadzi Jonesa do postulatu, aby wymogi disclosure wiązać nie tylko z rodzajem inwestora, lecz również z rozmiarem prywatnej emisji i skalą emitenta.

Przesunięcie od prewencji do odpowiedzialności następczej

Kolejnym etapem transformacji był National Securities Markets Improvement Act z 1996 roku. NSMIA odpowiadała na rzeczywisty problem amerykańskiego federalizmu kapitałowego: emitent prowadzący ofertę w wielu stanach musiał mierzyć się z nakładającymi się wymaganiami federalnymi i stanowymi, w tym z różnymi wariantami tzw. blue sky laws. Ustawa rozszerzyła federalną preempcję w odniesieniu do "covered securities", a papiery sprzedawane w ramach Rule 506 zostały wyłączone z obowiązku stanowej rejestracji oraz merytorycznej kontroli ofert. SEC, opisując skutki NSMIA, stwierdza wprost, że oferty Rule 506 podlegają preempcji stanowej rejestracji i review.

W tym miejscu analiza wymaga jednak prawnego zniuansowania. Nie jest do końca ścisłe twierdzenie, że NSMIA po prostu "odebrała lokalnym organom możliwość wykrywania oszustw". Ustawa ograniczyła kompetencje stanów w zakresie wymogu rejestracji i prowadzenia merit review wobec covered securities, lecz pozostawiła im określone uprawnienia antyfraudowe. SEC wskazuje, że organy stanowe zachowały jurysdykcję do badania i prowadzenia postępowań dotyczących oszustwa (deceit) oraz określonych bezprawnych zachowań brokerów lub dealerów; utrzymano również możliwość wymagania notice filings i pobierania opłat. Krytykę Jonesa należy więc rozumieć precyzyjniej: NSMIA ograniczyła prewencyjną warstwę stanowej rejestracji i oceny ofert Rule 506, centralizując i upraszczając system, ale nie zniosła stanowej jurysdykcji antyfraudowej.

Różnica między kontrolą ex ante a egzekwowaniem prawa ex post ma fundamentalne znaczenie. Regulacja rejestracyjna może wymusić ujawnienie informacji jeszcze przed pozyskaniem kapitału, podczas gdy postępowanie antyfraudowe często rusza dopiero w momencie pojawienia się sygnału, skargi, whistleblowera lub materialnej szkody, która pozwala zrekonstruować naruszenie. Można zatem zachować kompetencję do ścigania oszustw, a jednocześnie drastycznie ograniczyć instytucjonalne możliwości ich wcześniejszego wykrywania poprzez rutynową kontrolę dokumentacji ofertowej. Z perspektywy przedsiębiorcy pierwsze rozwiązanie obniża koszt wejścia na rynek kapitałowy; z punktu widzenia teorii regulacji drugie oznacza przesunięcie modelu ochrony z prewencji w stronę odpowiedzialności następczej. Spór o NSMIA nie powinien więc sprowadzać się do pytania, czy deregulacja była dobra lub zła, lecz do tego, jaki rodzaj ryzyka ustawodawca zdecydował się tolerować w zamian za niższy koszt i większą jednolitość pozyskiwania kapitału.

Następnym elementem układanki stało się poszerzenie możliwości publicznego poszukiwania inwestorów w ramach rynku formalnie prywatnego. Rule 506(c), wprowadzona w następstwie

JOBS Act, umożliwia dziś szeroką general solicitation i reklamowanie oferty pod warunkiem, że wszyscy nabywcy są inwestorami akredytowanymi, a emitent podejmuje rozsądne kroki w celu zweryfikowania ich statusu. Z punktu widzenia historii prawa papierów wartościowych jest to interesujący moment pojęciowy: tradycyjna oferta prywatna kojarzona była z ograniczonym kręgiem osób pozostających w określonej relacji z emitentem, podczas gdy współczesny system dopuszcza szerokie reklamowanie emisji, zachowując jej status zwolniony z publicznej rejestracji, o ile końcowy nabywca spełnia warunek akredytacji. Nie ma w tym sprzeczności prawnej, gdyż ustawodawca świadomie zdefiniował nową ścieżkę. Jest natomiast fascynująca zmiana semantyczna. "Prywatność" przestaje oznaczać ofertę skierowaną do niewielkiego, relacyjnie zamkniętego kręgu adresatów, a zaczyna oznaczać reżim prawny, w którym uczestnik spełniający określone kryteria może kupić papier niewprowadzony do publicznej rejestracji. To przesunięcie sprawia, że prosta opozycja private market versus public market traci część swojej dawnej treści ekonomicznej. Oferta może być prywatna w rozumieniu obowiązków rejestracyjnych, a jednocześnie być komunikowana szeroko i pozyskiwać znaczące kwoty kapitału.

Równolegle zmieniał się problem płynności. Prywatny papier wartościowy tradycyjnie wiązał inwestora z przedsiębiorstwem na długo, ponieważ ograniczenia dotyczące odsprzedaży zwiększały koszt wyjścia z inwestycji. Ten brak płynności pełnił funkcję dyscyplinującą system na dwa sposoby.

Prywatna płynność i luki regulacyjne opóźniają debiut giełdowy

Inwestor przed wejściem do spółki musiał liczyć się z niską płynnością aktywa, natomiast rosnąca firma odczuwała presję na stworzenie publicznego rynku swoich akcji poprzez IPO. Rozwój późniejszych prywatnych rynków wtórnych wiąże się między innymi ze zmianami Rule 144, które stopniowo ułatwiały odsprzedaż restricted securities. Aktualny mechanizm tej regulacji pokazuje, jak daleko przesunął się ten obszar.

W przypadku restricted securities emitenta niepodlegającego obowiązkom raportowym minimalny holding period wynosi co do zasady rok; dla papierów emitenta raportującego okres ten może zostać skrócony do sześciu miesięcy, pod warunkiem spełnienia odpowiednich wymogów. SEC wskazuje jednocześnie, że po upływie roku osoba niebędąca affiliate (i która przez wymagany czas nie posiadała tego statusu) może zasadniczo dokonać sprzedaży bez stosowania pozostałych ograniczeń Rule 144. Sam przepis nie stworzył oczywiście Forge Global, EquityZen ani całego ekosystemu secondary markets, lecz prawna możliwość późniejszej odsprzedaży ograniczonych papierów jest jednym z warunków koniecznych dla powstania płynniejszego rynku prywatnego.

Znaczenie tej zmiany wykracza poza komfort inwestora. IPO dawniej pełniło kilka funkcji jednocześnie: dostarczało nowego kapitału, umożliwiało wcześniejszym udziałowcom monetyzację inwestycji, tworzyło publiczną cenę, poszerzało akcjonariat oraz wprowadzało spółkę w pełny reżim raportowania. Jeśli część tych funkcji płynnościowych można zrealizować bez IPO, maleje siła jednego z najważniejszych bodźców wypychających dojrzałą firmę prywatną na rynek publiczny. Fundator może częściowo spieniężyć majątek, pracownik w określonych warunkach sprzedać część udziałów, a wczesny fundusz zrealizować zwrot – podczas gdy samo przedsiębiorstwo nadal pozostaje poza publicznym obiegiem sprawozdawczym. Prywatna płynność nie jest zatem wyłącznie technicznym udogodnieniem.

Zmienia ona ekonomię decyzji o tym, kiedy – i czy w ogóle – przedsiębiorstwo powinno wejść na giełdę. Kluczowa zmiana zaszła jednak w mechanizmie Section 12(g) Securities Exchange Act. Historycznie przepis ten miał zapobiegać sytuacji, w której szeroko rozproszony akcjonariat pozostawał poza federalnymi obowiązkami raportowymi tylko dlatego, że spółka nie zdecydowała się na klasyczne IPO. Przed JOBS Act próg dla typowego emitenta wynosił 500 holders of record przy odpowiednim poziomie aktywów. JOBS Act podniósł ten limit (dla emitentów innych niż określone instytucje finansowe) do 2 000 holders of record lub 500 osób niebędących inwestorami akredytowanymi, a ponadto zmienił sposób uwzględniania papierów z pracowniczych programów kompensacyjnych. SEC potwierdza obecnie, że typowy emitent z aktywami przekraczającymi 10 milionów dolarów podlega obowiązkowi rejestracji klasy equity securities właśnie po osiągnięciu tych progów. Różnica między starym a nowym systemem nie jest tu jedynie arytmetyczna.

Czterokrotne podniesienie liczby dopuszczalnych holders of record znacznie zwiększyło przestrzeń, w której przedsiębiorstwo może rozbudowywać bazę właścicielską bez automatycznego wejścia w reżim Section 12(g). Jednocześnie możliwość nieuwzględniania papierów z employee compensation plans ma szczególne znaczenie dla startupów, gdzie wynagradzanie udziałami jest fundamentem modelu zatrudnienia. SEC w raporcie z 2012 roku sama oceniała, że wyższy próg i nowe wyłączenia ograniczą liczbę sytuacji, w których przedsiębiorstwa będą zmuszone do rejestracji na podstawie Section 12(g).

Mechanizmy prawne umożliwiające wieczną prywatność korporacji

Interpretacja Jones idzie jednak dalej, dostrzegając w tej zmianie jeden z warunków powstania "wiecznie prywatnej" korporacji. Jones ujmuje to ostro: podwyższenie progu z 500 do 2 000 oraz wyłączenie określonych udziałów pracowniczych pozwoliły startupom zwiększać zatrudnienie i

rozbudowywać akcjonariat bez konieczności tak szybkiego uruchamiania obowiązków raportowych, jakie obowiązywały w dawnym systemie. Sformułowanie, że spółki mogą dzięki temu pozostawać prywatne "na zawsze", należy rozumieć jako figurę opisującą radykalne wydłużenie możliwości pozostawania poza Section 12(g), a nie jako literalną gwarancję wiecznej prywatności. Firma może bowiem wejść w obowiązki raportowe inną drogą, dobrowolnie przeprowadzić IPO, zostać przejęta lub po prostu osiągnąć ustawowe progi mimo nowych zasad.

Najbardziej subtelny problem pojawia się przy samym pojęciu holder of record. W prawie papierów wartościowych formalny posiadacz zapisany w rejestrze nie musi być tożsamy z każdym ekonomicznym beneficjentem inwestycji. Na tej różnicy opiera się część konstrukcji wykorzystujących special purpose vehicles (SPV).

Grupa inwestorów może zgromadzić kapitał w SPV, a następnie to spółka celowa figuruje jako bezpośredni właściciel papierów emitenta. Z perspektywy ekonomicznej za jednym podmiotem mogą stać dziesiątki lub setki osób posiadających pośredni udział w ryzyku; z perspektywy formalnego rejestru emitenta istnieje jednak tylko jeden holder of record. Jones przedstawia wykorzystanie SPV jako formę arbitrażu, pozwalającą ograniczać tempo wzrostu liczby formalnych akcjonariuszy. Problem ten nie jest wyłącznie interpretacją autorki – SEC analizowała go bezpośrednio w raporcie dotyczącym Rule 12g5-1 i Section 12(g).

Komisja wskazywała, że tworzenie SPV służących agregowaniu kapitału inwestorów może prowadzić do sytuacji, w której każde SPV jest traktowane jako jeden inwestor. W efekcie liczba holders of record emitenta staje się znacząco niższa niż rzeczywista liczba osób ekonomicznie zaangażowanych za pośrednictwem tych wehikułów. SEC zauważała przy tym ryzyko, że dane SPV może ułatwiać obejście obowiązków rejestracyjnych i ograniczać dostęp inwestorów do właściwego disclosure. Nie oznacza to jednak, że każde SPV jest konstrukcją abuzywną.

Wehikuły celowe są standardowym narzędziem finansowym i mogą służyć wielu legalnym celom: uproszczeniu cap table, agregowaniu inwestorów, administracji prawami udziałowymi czy umożliwieniu udziału mniejszych podmiotów w transakcji. Problem pojawia się dopiero wtedy, gdy forma posiadania zostaje użyta przede wszystkim po to, by ominąć obowiązek rejestracji. Rule 12g5-1(b)(3) zawiera mechanizm antyewazyjny, a SEC podkreśla, że możliwość jego zastosowania zależy m.in. od wiedzy emitenta i stopnia jego udziału w tworzeniu lub administrowaniu strukturą. Komisja przyznała zarazem, że takie przypadki mogą być trudne do wykrycia bez zewnętrznego sygnału lub skargi. To rozróżnienie jest kluczowe dla całej argumentacji, gdyż pozwala uniknąć błędu utożsamienia legalnego korzystania z wyjątku z obejściem prawa. Przedsiębiorca ma prawo organizować finansowanie w sposób przewidziany przez przepisy, a inwestor może korzystać z dostępnych konstrukcji prawnych.

Kryzys pojawia się na poziomie systemowym wtedy, gdy suma legalnych wyjątków, definicji i technik organizacyjnych pozwala osiągnąć rezultat odległy od ekonomicznego świata, dla którego te wyjątki pierwotnie projektowano. Prawo może być przestrzegane w każdej pojedynczej transakcji, a mimo to jego architektura jako całość może wymagać ponownej oceny. Nie należy zatem twierdzić, że rynek jednorożców wyrósł "bez prawa". Przeciwnie, wyrósł wewnątrz prawa, wykorzystując strukturę stworzoną przez ustawodawcę i regulatora. Rule 506 umożliwiła ogromną skalę pozyskiwania kapitału od inwestorów akredytowanych, których nominalne progi z czasem objęły znacznie większą część społeczeństwa.

NSMIA ograniczyła stanową rejestrację i merit review ofert 506, zachowując jednak instrumenty antyfraudowe. Rule 506(c) dopuściła general solicitation przy spełnieniu warunków akredytacji. Ewolucja Rule 144 zwiększyła możliwość przyszłej odsprzedaży restricted securities. JOBS Act podniósł progi Section 12(g) i zmodyfikował zasady liczenia części papierów pracowniczych, natomiast SPV pozwalają w określonych konfiguracjach agregować wielu ekonomicznych inwestorów pod jednym formalnym holder of record.

Transparentność powinna wynikać ze skali działalności, a nie tylko z decyzji o IPO

Żaden element nie tworzy jednorożca samodzielnie; ich znaczenie ujawnia się dopiero w połączeniu. Z perspektywy teorii instytucjonalnej mamy tu do czynienia z zależnością ścieżkową. Ustawodawca podejmuje kolejne decyzje w odpowiedzi na problemy swojej epoki, lecz każda z nich zmienia środowisko, w którym zapadną następne rozstrzygnięcia. Regulacja D z początku lat osiemdziesiątych nie mogła przewidzieć świata aplikacji mobilnych, globalnych platform czy centicornów i prywatnych rynków wtórnych. NSMIA z 1996 roku nie była odpowiedzią na FTX, a JOBS Act nie powstawał po to, by umożliwić fundatorom budowę niekontrolowanych imperiów. Prawo nie działa jednak według intencji pojedynczego twórcy, lecz w oparciu o skutki całej swojej architektury w ewoluującym otoczeniu gospodarczym. W tym punkcie argument Jones zyskuje największą siłę, o ile uwolnimy go od zbyt łatwej retoryki o "zepsuciu prawa przez lobbystów". Lobbying jest wpisany w historię regulacji, ale nie tłumaczy wszystkiego.

Po stronie liberalizacji stały również racjonalne wartości: chęć zwiększenia dostępu do kapitału, ograniczenie kosztów compliance oraz umożliwienie młodym firmom szybszego wzrostu. Chodziło o to, by regulacje projektowane dla gigantów nie stały się nieproporcjonalnym obciążeniem dla przedsiębiorstw na etapie rozwoju. Istnieje więc rzeczywisty trade-off między ochroną inwestora a capital formation – sama SEC opisuje współczesny system właśnie jako próbę równoważenia tych

dwóch celów. Pytanie, które należy dziś postawić, nie brzmi zatem: czy wyjątki dla rynku prywatnego powinny istnieć, lecz jak długo ich uzasadnienie pozostaje przekonujące wraz ze wzrostem emitenta. Mały startup pozyskujący kilka milionów od profesjonalnych funduszy nie jest funkcjonalnym odpowiednikiem prywatnej korporacji wartej kilkadziesiąt miliardów dolarów, zatrudniającej tysiące osób i mającej ogromną liczbę pośrednich beneficjentów ekonomicznych. Tymczasem kluczowe reguły często klasyfikują oba podmioty według tej samej logiki formalnej: charakteru emisji, statusu inwestorów i liczby holders of record.

Skala społecznego oddziaływania przedsiębiorstwa ma dziś znacznie mniejsze znaczenie regulacyjne, niż wynikałoby z realnych skutków jego potencjalnego upadku. Dlatego jednym z kluczowych pytań dla przyszłości rynku kapitałowego będzie to, czy obowiązek transparentności powinien nadal wynikać głównie z decyzji o wejściu na giełdę, czy też w pewnym momencie stać się konsekwencją samej skali działalności. Jeśli prywatna firma może pozyskać miliardy dolarów, zatrudnić tysiące osób i stać się infrastrukturą codziennego życia, formalny argument „nie dokonaliśmy publicznej oferty" coraz słabiej opisuje jej rzeczywistą pozycję w gospodarce. Publiczna odpowiedzialność nie musi oznaczać natychmiastowego IPO; może jednak oznaczać rosnące obowiązki audytu, disclosure, ochrony pracowników posiadających equity oraz przejrzystości struktury kontrolnej.

Prywatne rynki wtórne eliminują dyscyplinę IPO

Najbardziej ironicznym rezultatem ostatnich dekad jest fakt, że prawo nie usunęło granicy między rynkiem prywatnym a publicznym jednym, gwałtownym ruchem. Granica ta przesuwała się poprzez serię technicznych decyzji, z których każda w izolacji mogła wydawać się rozsądna. Dopiero po latach okazało się, że po stronie prywatnej pozostają przedsiębiorstwa o rozmiarach, których dawny system nie kojarzył z prywatnością.

Jednorożec nie jest zatem mutacją powstałą poza systemem, lecz stworzeniem doskonale przystosowanym do środowiska regulacyjnego, które stopniowo rozszerzało jego przestrzeń życiową. Skoro prawo umożliwiło przedsiębiorstwu pozostawanie prywatnym przez znacznie dłuższy czas, należy przyjrzeć się instytucjom pozwalającym właścicielom i pracownikom uzyskiwać płynność bez tradycyjnego debiutu giełdowego. Prywatne platformy wtórnego obrotu nie są jedynie dodatkiem do historii jednorożców, lecz mechanizmem zmieniającym samą ekonomię IPO. Dopóki akcje prywatnej firmy były niemal zamrożone, wejście na giełdę stanowiło naturalną bramę do realizacji majątku. Stworzenie alternatywnej drogi wyjścia daje przedsiębiorstwu kolejny powód, by odwlekać spotkanie z pełną dyscypliną rynku publicznego. Przejdźmy zatem od prawa

pozyskiwania kapitału do ekonomii prywatnej płynności – rynku, na którym można sprzedawać akcje bez wystawiania firmy na publiczny osąd. Prywatna giełda bez giełdy.

Dawny model finansowania startupu zawierał mechanizm dyscyplinujący, którego znaczenie łatwo przeoczyć, gdyż nie był on zapisany w jednym przepisie ani pojedynczej umowie inwestycyjnej. Był nim brak płynności. Założyciel, pracownik i inwestor posiadający akcje prywatnego przedsiębiorstwa mogli przez lata obserwować wzrost ich papierowej wartości, lecz możliwość zamiany tej wartości na pieniądz pozostawała ograniczona. Naturalnym zakończeniem tego okresu oczekiwania było przejęcie spółki albo debiut giełdowy. IPO nie było zatem wyłącznie kolejną rundą pozyskiwania kapitału; stanowiło równocześnie wydarzenie płynnościowe, mechanizm ustalania ceny, moment rozszerzenia akcjonariatu oraz wejście w znacznie bardziej wymagający reżim informacyjny.

Właśnie dlatego tradycyjny model venture capital traktował wyjście z inwestycji jako integralną część procesu finansowania. Klasyczny horyzont prowadzący do IPO lub sprzedaży spółki miał zmuszać fundusze i przedsiębiorców do budowania organizacji zdolnej w przewidywalnym czasie skonfrontować się z zewnętrznym rynkiem. Ta konstrukcja zaczęła się zmieniać wraz z rozwojem prywatnych rynków wtórnych. Ich funkcja jest prosta: umożliwiają właścicielowi papierów wartościowych prywatnej spółki sprzedaż ich innemu inwestorowi, mimo że sama spółka nie przeprowadziła IPO. SEC definiuje private secondary transactions właśnie jako transakcje, w których inwestorzy odsprzedają innym inwestorom papiery wcześniej wyemitowane przez przedsiębiorstwo prywatne. Komisja podkreśla jednocześnie, że takie papiery pozostają często restricted securities i nie mogą być swobodnie obracane w sposób charakterystyczny dla akcji notowanych na giełdzie. Powstanie rynku wtórnego nie zamienia zatem spółki prywatnej w publiczną, lecz tworzy pośrednią przestrzeń instytucjonalną, w której niektóre funkcje tradycyjnego rynku publicznego można uzyskać bez przyjmowania całego jego reżimu.

Transformacja ta wiąże się z rozwojem podmiotów takich jak Nasdaq Private Market, Forge Global czy EquityZen, które stanowią alternatywne źródło płynności dla fundatorów, pracowników oraz wczesnych inwestorów. Nie jest to już historyczna ciekawostka, lecz rozwinięta infrastruktura współczesnych rynków prywatnych. Nasdaq Private Market przedstawia dziś swoją działalność jako system obejmujący programy płynnościowe dla spółek prywatnych, tender offers, buybacks, rozliczanie transakcji oraz wtórny rynek, na którym inwestorzy akredytowani mogą uczestniczyć w obrocie akcjami przed IPO. Sam fakt istnienia tej infrastruktury dowodzi, że ekonomiczna alternatywa „albo pozostajesz prywatny i nie masz płynności, albo przeprowadzasz IPO” przestała opisywać współczesną rzeczywistość. Nie oznacza to oczywiście, że prywatna akcja stała się funkcjonalnym odpowiednikiem akcji Apple lub Microsoftu.

Prywatna płynność rozdziela monetyzację od dojrzewania spółki

SEC konsekwentnie przypomina, że papiery pochodzące z ofert prywatnych mogą podlegać ograniczeniom w odsprzedaży – zarówno tym wynikającym z prawa federalnego i stanowego, jak i postanowieniom umownym emitenta. Rule 144 tworzy jedną z kluczowych bezpiecznych przystani dla publicznej odsprzedaży restricted securities, choć ona również działa pod określonymi warunkami. W przypadku spółki niepodlegającej obowiązkom raportowym holding period wynosi co do zasady co najmniej rok; dla emitenta raportującego okres ten może zostać skrócony do sześciu miesięcy, przy czym dodatkowe obowiązki zależą m.in. od tego, czy sprzedający jest affiliate emitenta. Rozwój płynności prywatnej należy więc rozumieć nie jako zniesienie ograniczeń, lecz jako budowę sprawniejszej infrastruktury pozwalającej działać w ich ramach.

Właśnie ta różnica jest zasadnicza dla zrozumienia współczesnego jednorożca. Rynek wtórny nie musi zapewniać nieograniczonej płynności, aby radykalnie zmienić zachowanie uczestników – wystarczy, że daje im możliwość częściowego wyjścia. Fundator, który dawniej musiał czekać na IPO, aby zamienić znaczną część swojego papierowego majątku na pieniądz, może teraz w określonych warunkach sprzedać część udziałów wcześniej. Pracownik posiadający vested equity zyskuje szansę realizacji części majątku bez oczekiwania na debiut, a fundusz inwestycyjny może przenieść część pozycji na innego inwestora. Sama możliwość takiej transakcji zmienia funkcję czasu w systemie venture capital, ponieważ koszt pozostawania spółką prywatną przez kolejny rok przestaje być identyczny jak w epoce, w której wszystkie znaczące grupy właścicieli czekały na jeden wspólny exit.

To właśnie dlatego prywatna płynność ma znaczenie większe niż suma pojedynczych transakcji. Jest mechanizmem, który rozdziela dwa zdarzenia dawniej silnie ze sobą związane: dojrzewanie przedsiębiorstwa oraz możliwość monetyzacji jego wartości. W klasycznym modelu osoby budujące spółkę mogły zrealizować znaczną część majątku dopiero wtedy, gdy przedsiębiorstwo osiągało etap uzasadniający sprzedaż strategiczną albo IPO. W nowym modelu część kapitału może zostać zrealizowana wcześniej, a firma nie musi równocześnie poddać się publicznej ocenie. To rozdzielenie jest ekonomicznie atrakcyjne, lecz z punktu widzenia ładu korporacyjnego niesie poważne konsekwencje. Najbardziej oczywista korzyść dotyczy pracowników.

Kompensacja udziałowa w startupach zachowuje sens motywacyjny tylko wtedy, gdy przyszła wartość akcji nie pozostaje abstrakcją przez okres przekraczający racjonalny horyzont życia zawodowego. Jeśli przedsiębiorstwo pozostaje prywatne przez dekadę lub dłużej, pracownik może

potrzebować środków na mieszkanie, edukację dzieci, leczenie, zmianę kariery bądź zwykłą dywersyfikację majątku.

Program tender offer lub inny kontrolowany mechanizm wtórnej sprzedaży pozwala zrealizować część wartości udziałów bez wymuszania na spółce przedwczesnego IPO. Nasdaq Private Market opisuje współczesne tender offers właśnie jako programy umożliwiające pracownikom sprzedaż części vested equity w zdefiniowanym okresie i po określonej cenie, podczas gdy przedsiębiorstwo zachowuje kontrolę nad zakresem i organizacją procesu.

Z punktu widzenia firmy korzyść jest równie realna. Możliwość zaoferowania płynności ogranicza presję najlepszych pracowników na odejście, ułatwia rekrutację i zmniejsza frustrację wynikającą z wieloletniego oczekiwania na debiut. Secondary liquidity może być zatem instrumentem nowoczesnego zarządzania kapitałem ludzkim. Nie trzeba przyjmować krytycznej perspektywy Jones, aby uznać rozwój prywatnych rynków wtórnych za racjonalną odpowiedź na wydłużenie cyklu życia startupów. Skoro przedsiębiorstwa pozostają prywatne dłużej, mechanizm pośredniej realizacji wartości staje się konieczny – w przeciwnym razie kompensacja udziałowa straciłaby wiarygodność jako element wynagrodzenia. Problem polega jednak na tym, że rozwiązanie jednego konfliktu może osłabiać inny rodzaj dyscypliny.

Prywatna płynność opóźnia debiut giełdowy

Założyciel, który może częściowo zdywersyfikować swój majątek przed IPO, nie znajduje się już w tej samej sytuacji ekonomicznej, co ten, którego fortuna pozostaje niemal całkowicie związana z przyszłym debiutem przedsiębiorstwa. Podobnie wczesny inwestor, mogący sprzedać część swojej pozycji innemu profesjonaliście, nie potrzebuje wejścia na giełdę w takim stopniu, jak jego odpowiednik sprzed trzydziestu lat.

Prywatna płynność obniża zatem koszt oczekiwania. A gdy koszt pozostawania spółką prywatną maleje, naturalnym efektem jest możliwość dalszego przesuwania momentu wejścia w publiczny reżim raportowy.

Rozwój rynków wtórnych odbiera fundatorom i pierwszym inwestorom część motywacji do przeprowadzenia IPO, pozwalając przedsiębiorstwu dłużej pozostawać poza pełnym rygorem giełdowym. Nie oznacza to jednak, że prywatne platformy są jedyną czy zawsze najważniejszą przyczyną odkładania debiutów. Na czas pozostawania spółki prywatną wpływają także rozmiar rund finansowania, koszty i korzyści statusu publicznego, koniunktura giełdowa, struktura kontroli założyciela, charakter technologii, dojrzałość organizacji oraz relatywna atrakcyjność wycen

prywatnych względem publicznych. Badania NBER potwierdzają jednak kierunek tego zjawiska: duże startupy z wysokimi wycenami prywatnymi mogą mieć silniejszą motywację do unikania giełdy, zwłaszcza gdy rynek publiczny nie oferuje równie korzystnej ceny.

W ten sposób płynność prywatna łączy się z mechanizmem wyceny. Na rynku publicznym miliony transakcji tworzą nieustanny proces price discovery. Cena bywa zmienna, często nieracjonalna i podatna na emocje, lecz pozostaje rezultatem ciągłego starcia kupujących ze sprzedającymi. Na rynku prywatnym transakcje są znacznie rzadsze, bardziej selektywne i mogą dotyczyć różnych klas papierów o odmiennych prawach. Cena osiągnięta w pojedynczej transakcji wtórnej nie musi więc reprezentować wartości całego przedsiębiorstwa w taki sposób, w jaki kapitalizacja giełdowa wynika z przemnożenia publicznej ceny akcji przez ich liczbę.

To rozróżnienie jest istotne, gdyż współczesna kultura startupowa posługuje się pojęciem valuation tak, jakby było ono ekwiwalentem kapitalizacji spółki giełdowej. Tymczasem prywatna wycena może wynikać z transakcji dotyczącej niewielkiej części kapitału i instrumentów o szczególnych prawach ekonomicznych. Na rynku wtórnym ceny mogą ponadto wynikać z ograniczonej podaży, zamkniętego kręgu nabywców, restrykcji transferowych oraz niepełnej informacji. Fakt, że Nasdaq Private Market oferuje dane i analitykę dotyczącą cen prywatnych firm, pokazuje, iż problem price discovery stał się osobną funkcją infrastruktury rynku prywatnego. Powstaje zatem rynek, lecz nie jest to jeszcze rynek posiadający wszystkie właściwości giełdy publicznej.

Asymetria informacji na prywatnych rynkach wtórnych

Kluczowa różnica dotyczy dostępu do informacji. Publiczny emitent podlega rygorom okresowego raportowania, a szeroki dostęp do dokumentacji tworzy wspólną bazę wiedzy dla wszystkich inwestorów. Rynek prywatny jest znacznie bardziej fragmentaryczny; tutaj dostęp do danych zależy od statusu inwestora, warunków konkretnej transakcji, zapisów w umowach o poufności, polityki emitenta czy zakresu informacji przekazanych nabywcy. SEC podkreśla, że prywatne papiery wartościowe nie są swobodnie handlowalne, a możliwość ich odsprzedaży jest uwarunkowana odpowiednią ścieżką prawną oraz rodzajem instrumentu. Oznacza to, że płynność wypracowana na rynku prywatnym nie jest pełnym ekwiwalentem płynności publicznej, gdyż nie towarzyszy jej automatycznie ten sam poziom standaryzowanego disclosure.

Właśnie w tym punkcie ujawnia się jeden z najciekawszych paradoksów systemu. Możliwe stało się wykreowanie znacznej płynności bez zapewnienia pełnej przejrzystości. Można ułatwić sprzedaż papierów, nie przekształcając przedsiębiorstwa w reporting company; można ustalić cenę transakcyjną, pomijając szeroki, publiczny proces price discovery. Z perspektywy ekonomicznej jest

to ogromna innowacja infrastrukturalna. Z punktu widzenia teorii informacji oznacza ona jednak powstanie rynku, na którym uczestnicy mają znacznie bardziej nierówny dostęp do wiedzy niż w przypadku rynku publicznego. To właśnie tutaj Jones lokalizuje ryzyko informacyjne prywatnych secondary markets. Jones opisuje platformy wtórne jako przestrzeń potencjalnie głębokiej asymetrii informacji, a proponowana reforma zakłada rozszerzenie obowiązków ujawniania danych o przedsiębiorstwie, kadrze zarządzającej, akcjonariuszach kontrolujących, transakcjach z podmiotami powiązanymi, czynnikach ryzyka, wycenie 409(a) oraz sprawozdaniach finansowych. Nie są to obowiązki wynikające obecnie z jednolitego reżimu wszystkich prywatnych rynków wtórnych, lecz projekt normatywny mający zmniejszyć lukę informacyjną pomiędzy płynnością prywatną a publiczną. Argument ten nabiera szczególnego znaczenia w przypadku pracowników.

Osoba zatrudniona w spółce może posiadać głęboką wiedzę o produkcie, kulturze organizacyjnej czy swoim dziale, a jednocześnie nie mieć pojęcia o całościowej strukturze kapitałowej. Może obserwować wzrost liczby klientów, nie znając preferencji likwidacyjnych kolejnych rund finansowania. Może słyszeć o wycenie przedsiębiorstwa na poziomie dziesięciu miliardów dolarów, nie wiedząc jednak, jaka część tej kwoty musiałaby zostać wypłacona inwestorom uprzywilejowanym, zanim pojawi się ekonomiczna wartość jego akcji zwykłych. Może otrzymać szansę sprzedaży części udziałów w tender offer, nie dysponując modelem pozwalającym ocenić, czy oferowana cena jest atrakcyjna w zestawieniu z realistycznymi scenariuszami przyszłego wyjścia. W ten sposób prywatna płynność nie rozwiązuje problemu asymetrii; w pewnych konfiguracjach może wręcz uczynić go bardziej dotkliwym. Dopóki pracownik nie mógł sprzedać udziałów, jego głównym problemem był brak dostępu do gotówki.

Gdy sprzedaż staje się możliwa, musi on podjąć decyzję cenową, a ta wymaga rzetelnych informacji. Człowiek stojący przed wyborem: „sprzedać dziś czy czekać pięć lat”, nie potrzebuje już tylko świadomości posiadania określonej liczby akcji. Potrzebuje wiedzy o strukturze wartości spółki, ryzyku, perspektywie przyszłych rund i prawach innych klas kapitału. Pojawia się tu również konflikt interesów o bardziej subtelnej naturze.

Płynność selektywna i odsuwanie debiutu giełdowego

Przedsiębiorstwo może dążyć do zapewnienia płynności swoim pracownikom, chcąc jednocześnie zachować pełną kontrolę nad cap table, kręgiem nowych inwestorów oraz wolumenem sprzedawanych papierów. Współczesne programy tender offer są konstruowane właśnie jako kontrolowane wydarzenia płynnościowe, a nie obszar nieograniczonego, wolnego handlu. Nasdaq Private Market wprost opisuje rozwiązania, w których firma precyzyjnie określa, kto może sprzedać

udziały, w jakim zakresie i w jakim przedziale czasowym. Taka kontrola jest racjonalna z perspektywy zarządzania spółką prywatną, lecz jednocześnie obrazuje, jak dalece private secondary market różni się od klasycznej giełdy. Płynność istnieje, ale pozostaje reglamentowana; można to określić mianem płynności selektywnej. Uczestnik otrzymuje możliwość wyjścia z inwestycji, lecz niekoniecznie w dowolnie wybranym momencie, niekoniecznie w dowolnej wielkości i niekoniecznie do dowolnego kupującego. Wartość tego mechanizmu jest realna, jednak jego ograniczenia sprawiają, że cena nie musi odzwierciedlać tej samej równowagi podaży i popytu, która panuje na rozwiniętym rynku publicznym. W okresie euforii prywatna wycena może utrzymywać się na bardzo wysokim poziomie przy niewielkiej liczbie transakcji, natomiast w czasie kryzysu brak aktywnych nabywców sprawia, że formalna wartość papierów pozostaje długo niezmieniona, mimo istotnego pogorszenia warunków ekonomicznych. Rynek prywatny może zatem opóźniać nie tylko IPO, ale i moment powszechnego uznania, że wcześniejsza wycena przestała odpowiadać rzeczywistości.

To właśnie tutaj pojęcie "papierowego bogactwa" nabiera szczególnego znaczenia. Wartość udziału w prywatnym przedsiębiorstwie pozostaje potencjalna aż do momentu transakcji. Secondary market pozwala zamienić część tej potencjalności w gotówkę, lecz nie rozwiązuje problemu wyceny pozostałego pakietu. Fundator, który sprzedał pięć procent swoich udziałów po określonej cenie, może otrzymać realne miliony dolarów, podczas gdy reszta jego aktywów nadal jest wyceniana na podstawie transakcji dotyczącej jedynie ułamka kapitału. Powstaje zatem interesująca asymetria: część prywatnej wyceny zostaje skonsumowana w pieniądzu, zanim cała wartość zostanie poddana publicznej weryfikacji. Z punktu widzenia bodźców jest to istotna zmiana. W klasycznym modelu fundator miał silny ekonomiczny interes w doprowadzeniu przedsiębiorstwa do pełnego exit event, gdyż jego majątek pozostawał nierozerwalnie związany z losem spółki.

W modelu umożliwiającym częściową sprzedaż przed IPO można stopniowo oddzielać osobiste bezpieczeństwo założyciela od pełnego sukcesu przyszłego debiutu. Nie oznacza to automatycznie moral hazard; częściowa dywersyfikacja może wręcz pozwolić przedsiębiorcy podejmować rozsądniejsze decyzje, ponieważ jego majątek nie zależy już wyłącznie od jednego aktywa. Jednak przekroczenie pewnej skali sprzedaży insiderskiej może osłabiać klasyczną alignment of interests. Problem nie leży w samym prawie do sprzedaży, lecz w proporcji między realizacją prywatnej płynności przez insiders a ich pozostałą ekspozycją na długoterminowy rezultat działalności firmy. W tym miejscu należy również odróżnić transakcję wtórną od pierwotnej rundy finansowania. W primary financing kapitał trafia do spółki i może finansować produkt, zatrudnienie, ekspansję lub badania. W secondary transaction pieniądze trafiają przede wszystkim do dotychczasowego właściciela papierów.

Dla rzetelnej oceny gospodarczej przedsiębiorstwa rozróżnienie to jest podstawowe. Informacja o dużej transakcji wokół prywatnej spółki nie musi oznaczać, że firma pozyskała nowy kapitał operacyjny; może ona jedynie świadczyć o tym, że wcześniejszy akcjonariusz zrealizował część swojej inwestycji. W publicznej narracji oba rodzaje transakcji mogą jednak wzmacniać ten sam sygnał: istnieje popyt na papiery firmy, a zatem jej wysoka wycena wydaje się potwierdzona. Można powiedzieć, że prywatne secondary markets tworzą coś w rodzaju niepełnego IPO rozłożonego w czasie. Nie jest to termin prawny ani kategoria regulacyjna, lecz użyteczna figura analityczna.

Kolejni właściciele zyskują możliwość monetyzacji, powstają ceny transakcyjne i zwiększa się liczba ekonomicznych beneficjentów. Tworzy się wyspecjalizowana infrastruktura brokerska, rozliczeniowa i informacyjna, podczas gdy spółka nadal nie musi wykonywać pełnego kroku prowadzącego do statusu publicznego emitenta. Część funkcji IPO zostaje więc odłączona od samego debiutu i realizowana na rynku prywatnym. To właśnie ten proces pozwala zrozumieć, dlaczego dyskusja o "zbyt późnych IPO" jest czymś więcej niż nostalgią za dawną Wall Street. Jeżeli wejście na giełdę staje się tylko jednym z wielu sposobów zdobycia kapitału i płynności, racjonalna spółka może odkładać je do chwili, w której korzyści zdecydowanie przewyższą koszty. Nie ma ekonomicznego powodu, aby fundator dobrowolnie akceptował większą transparentność, okresowe raportowanie, codzienną zmienność ceny i presję publicznych inwestorów, jeśli może pozyskać potrzebne miliardy prywatnie i zapewnić kluczowym udziałowcom wystarczającą płynność bez giełdy. Z perspektywy pojedynczego przedsiębiorstwa decyzja ta jest całkowicie racjonalna; z punktu widzenia systemu jej powszechność przesuwa jednak granicę pomiędzy publicznym a prywatnym kapitalizmem.

Źródło ujmuje skalę tego przesunięcia poprzez porównanie średniego czasu od założenia przedsiębiorstwa do IPO, wskazując na wzrost z około ośmiu lat w 1996 roku do około czternastu lat w 2025 roku.

Przesunięcie IPO zmienia dystrybucję korzyści z innowacji

Konkretne wartości zależą od definicji próby, branży, sposobu liczenia wieku przedsiębiorstwa oraz badanego okresu. Niezależne materiały SEC i literatura naukowa potwierdzają jednak kierunek zjawiska: firmy, zwłaszcza technologiczne i finansowane przez venture capital, pozostają prywatne dłużej niż w poprzednich dekadach, a rozwój kapitału prywatnego pozwala im odkładać publiczny debiut.

Dlatego liczba czternastu lat powinna być traktowana jako wskaźnik podany przez źródło; dla naszej argumentacji kluczowa pozostaje udokumentowana zmiana strukturalna. Przedłużenie okresu prywatności firmy przesuwa moment, w którym szeroki inwestor publiczny uzyskuje dostęp do jej wzrostu. Gdy przedsiębiorstwo przeprowadza IPO na wcześniejszym etapie, część jego późniejszej ekspansji ekonomicznej odbywa się już na oczach rynku publicznego, co pozwala przejąć tę wartość również inwestorom detalicznym. Jeśli natomiast spółka pozostaje prywatna przez kilkanaście lat i osiąga wielomiliardową wycenę przed debiutem, znaczna część wzrostu zostaje skapitalizowana wcześniej w portfelach fundatorów, pracowników oraz inwestorów prywatnych. Rynek publiczny otrzymuje wtedy przedsiębiorstwo bardziej dojrzałe, lecz droższe, w którym część najbardziej spektakularnej fazy wzrostowej została już finansowo rozdysponowana.

Nie oznacza to, że inwestor detaliczny posiada moralne prawo do uczestniczenia w każdym etapie rozwoju prywatnego przedsiębiorstwa – taki argument byłby trudny do obrony. Pokazuje to jednak, że przesuwanie granicy IPO wpływa na dystrybucję korzyści z innowacji pomiędzy różne klasy kapitału. Im dłużej najdynamiczniejsze firmy pozostają poza rynkiem publicznym, tym większa część ich wczesnego wzrostu przypada uczestnikom z dostępem do rynku prywatnego.

Zjawisko to tworzy nowy konflikt regulacyjny: można zwiększać ochronę inwestorów detalicznych, odsuwając ich od najbardziej ryzykownych aktywów, ale równocześnie pozbawiać ich dostępu do spółek w fazie największego wzrostu. Nieprzypadkowo współczesna debata regulacyjna toczy się w dwóch przeciwnych kierunkach. Jedna perspektywa, bliska Jones, domaga się większej transparentności prywatnych gigantów, gdyż rynek prywatny przestał być jedynie marginesem profesjonalnego kapitału. Druga podkreśla, że skoro coraz więcej wartości powstaje przed IPO, należy raczej rozszerzać możliwość uczestniczenia inwestorów detalicznych w aktywach prywatnych. Oba stanowiska wychodzą z tej samej diagnozy, lecz wyprowadzają z niej przeciwne wnioski.

Pierwsze chce przybliżyć wielką spółkę prywatną do standardów rynku publicznego; drugie pragnie przybliżyć inwestora publicznego do rynku prywatnego. Spór ten będzie jednym z centralnych problemów przyszłości finansowania przedsiębiorstw. Nie da się go rozstrzygnąć prostym sloganem o demokratyzacji inwestowania ani równie prostym hasłem o ochronie drobnego inwestora. Dostęp bez informacji może demokratyzować stratę równie skutecznie jak zysk, ale nadmierne wyłączenie inwestorów detalicznych może utrwalić system, w którym najbardziej atrakcyjne fazy rozwoju przedsiębiorstw pozostają dostępne głównie dla ludzi i instytucji już posiadających znaczący kapitał. Prawdziwe pytanie brzmi więc nie tylko o to, kto może kupować prywatne akcje, lecz jakiego poziomu informacji, płynności i ochrony powinien oczekiwać wraz z rozszerzeniem tego dostępu.

Rynki wtórne oddzielają płynność od transparentności

W tym świetle prywatne rynki wtórne nie są ani patologią, ani niewinnym narzędziem technicznym. Są jednym z najważniejszych wynalazków instytucjonalnych współczesnego kapitalizmu venture capital, ponieważ rozwiązują problem płynności, jednocześnie zmieniając mechanizm dojrzewania przedsiębiorstwa. Pozwalają pracownikowi wcześniej urzeczywistnić część wynagrodzenia, inwestorowi skrócić czas oczekiwania na zwrot, fundatorowi zdywersyfikować majątek, a firmie zachować status prywatny. Wszystkie te korzyści są rzeczywiste. Równie rzeczywista jest jednak ich systemowa konsekwencja: można coraz skuteczniej oddzielać płynność od transparentności. To właśnie ten rozdział pozwala lepiej zrozumieć eksplozję jednorożców.

Gdy prywatny kapitał może finansować przedsiębiorstwo przez coraz dłuższy czas, a rynki wtórne zapewniają wybranym właścicielom możliwość częściowego wyjścia, spółka nie musi już szybko przekraczać granicy oddzielającej eksperyment prywatny od przedsiębiorstwa publicznego. Może rosnąć, pozyskiwać kolejne rundy, przejmować konkurentów i wynagradzać pracowników udziałami – umożliwiając niektórym z nich sprzedaż papierów – pozostając jednocześnie formalnie po tej samej stronie regulacyjnej granicy co niewielki startup. Mnożenie jednorożców nie jest więc wyłącznie historią sukcesu technologicznego, lecz skutkiem zmiany infrastruktury finansowej.

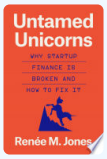
Wydłużanie życia prywatnych spółek wiąże się z gwałtownym wzrostem liczby przedsiębiorstw wycenianych na ponad miliard dolarów oraz narodzinami kolejnych kategorii, takich jak decacorny i centicorny. Nazwy te mogą brzmieć jak branżowy folklor, lecz oznaczają zmianę o znacznie większej wadze: rynek nauczył się utrzymywać poza giełdą podmioty, których skala jeszcze kilka dekad temu niemal automatycznie wymuszałaby status publiczny. Analiza musi teraz ponownie zejść z poziomu infrastruktury do poziomu człowieka, lecz tym razem w sposób bardziej szczegółowy.

Skoro pracownik startupu stał się jednocześnie zatrudnionym, inwestorem i potencjalnym sprzedawcą na rynku wtórnym, należy dokładnie zbadać mechanikę jego "złotych kajdanek": stock options, RSU, vesting, 409(a), liquidation preferences, ratchets czy down rounds. To sytuacje, w których nominalnie atrakcyjny pakiet udziałowy może mieć zupełnie inną wartość ekonomiczną od tej, którą sugeruje ostatnia medialna wycena przedsiębiorstwa. To właśnie tam abstrakcyjny kryzys prawa rynku kapitałowego staje się prywatnym bilansem konkretnego człowieka. Dalsza analiza pojawi się w kolejnym artykule Fundacji Dobre Państwo.

> Czy w świecie, gdzie płynność finansową można oddzielić od transparentności, a skalę korporacyjną od odpowiedzialności, pojęcie „startupu” nie stało się jedynie wygodnym

> parawanem dla nowej formy niekontrolowanego kapitalizmu? Być może największym sukcesem współczesnych jednorożców nie jest ich innowacyjność, lecz zdolność do funkcjonowania w próżni regulacyjnej, która pozwala im rosnąć szybciej niż mechanizmy etyki i nadzoru. Pozostaje pytanie: ile jeszcze „wizjonerskich" katastrof musi nastąpić, byśmy uznali, że prawo do prywatności kończy się tam, gdzie zaczyna się systemowe ryzyko dla społeczeństwa?

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, w latach 2021-2023 pełniła funkcję Dyrektora Wydziału Finansów Korporacyjnych Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (SEC). Jones posiada tytuł doktora prawa (JD) z Harvard Law School oraz tytuł licencjata (AB) z Princeton University. Jej praca naukowa koncentruje się na regulacjach dotyczących papierów wartościowych, ładzie korporacyjnym i finansowaniu startupów. W swojej książce z 2026 roku, „Untamed Unicorns", analizuje strukturalne wady modelu finansowania venture capital, argumentując, że deregulacja rynków prywatnych osłabiła niezbędną ochronę inwestorów i przyczyniła się do głośnych skandali korporacyjnych. W trakcie swojej kariery zajmowała stanowiska wizytujące w takich instytucjach jak New York University Law School, University of Hawaii i Sorbonne University.

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 previously served as the Director of the Securities and Exchange Commission's Division of Corporation Finance from 2021 to 2023. Jones holds a JD from Harvard Law School and an AB from Princeton University. Her academic work focuses on securities regulation, corporate governance, and startup financing. In her 2026 book, Untamed Unicorns, she analyzes the structural flaws in the venture capital financing model, arguing that the deregulation of private markets has eroded essential investor protections and contributed to high-profile corporate scandals. Throughout her career, she has held visiting positions at institutions including New York University Law School, the University of Hawaii, and Sorbonne University.

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

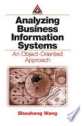
1993

[4] "Unfit for Duty"

Renee M. Jones

2014

Książki autorów przywoływanych i literatura pokrewna:



[5] "Analyzing Business Information Systems"

Shouhong Wang

1999 | CRC Press | ISBN: 9780849392405



[6] "Proceedings of the Twelfth Hawaii International Conference on System Sciences"

Association for Computing Machinery, University of Hawaii (Honolulu). Dept. of Information and Computer Sciences, University of Hawaii (Honolulu). Dept. of Electrical Engineering, University of Hawaii (Honolulu). Dept. of Decision Sciences

1979 | [s.l.] : Western Periodicals Company

Artykuły naukowe

Prace autorów przywoływanych w tekście:

[1] "The venture capital cycle"

Paul A. Gompers, Joshua Lerner

1999

Źródło

[2] "Venture capitalists and the decision to go public"

Joshua Lerner

1994 | Journal of Financial Economics | DOI: 10.1016/0304-405x(94)90035-3

Źródło

[3] "The Syndication of Venture Capital Investments"

Joshua Lerner

1994 | Financial Management | DOI: 10.2307/3665618

Źródło

[4] "Venture Capital's Role in Financing Innovation: What We Know and How Much We Still Need to Learn"

Josh Lerner, Ramana Nanda

2020 | The Journal of Economic Perspectives | DOI: 10.1257/jep.34.3.237

Źródło

[5] "Cost of experimentation and the evolution of venture capital"

Michael Ewens, Ramana Nanda, Matthew Rhodes-Kropf

2018 | Journal of Financial Economics | DOI: 10.1016/j.jfineco.2018.03.001

Źródło

[6] "Seeking the Roots of Entrepreneurship: Insights from Behavioral Economics"

Thomas B. Åstebro, Holger Herz, Ramana Nanda, Roberto A. Weber

2014 | The Journal of Economic Perspectives | DOI: 10.1257/jep.28.3.49

Źródło

[7] "Wisdom or Madness? Comparing Crowds with Expert Evaluation in Funding the Arts"

Ethan Mollick, Ramana Nanda

2014 | SSRN Electronic Journal | DOI: 10.2139/ssrn.2443114

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: 132ee6d6-3801-4c36-afaa-a263ce48fc10