

Warszawa, 20 listopada 2020 r.

prof. UW dr hab. Marcin Dyl
Katedra Prawa
i Postępowania Administracyjnego
Wydział Prawa i Administracji
Uniwersytet Warszawski

Recenzja rozprawy doktorskiej mgr. Michała Włodarczyka
pod tytułem
„Funkcjonowanie funduszy *venture capital* działających w formie alternatywnej spółki
inwestycyjnej”

I. Wybór tematu pracy

Głównym założeniem pracy było przedstawienie oceny mechanizmów funkcjonowania funduszy *venture capital* działających w formie alternatywnej spółki inwestycyjnej. Ocena ta została dokonana poprzez pryzmat sposobu alternatywnego funkcjonowania takich wehikułów w formule funduszu inwestycyjnego, będącego jednym z kluczowych dla funkcjonowania rynku kapitałowego pojęć. Z punktu widzenia określenia efektów możliwości działania efektywnego rynku kapitałowego, podstawowym mechanizmem jest poszukiwanie ekwiwalentności dóbr umożliwiających swobodny przepływ kapitału, przy wykorzystaniu formuły prawnej papieru wartościowego (czasami instrumentu finansowego). Takie poszukiwanie wyboru, odnosi się również do sposobu działania i wyboru formy prawnej sposobu prowadzenia działalności. Co więcej, różnorodne mechanizmy prawne, stwarzają odmienne reguły bezpieczeństwa *versus* obciążenia natury administracyjnoprawnej.

Z powyższych względów, związanych z zakresem, stosunkowo utrwalonego dla funkcjonowania rynku kapitałowego pojęcia „funduszu *venture capital*”, czy „funduszu inwestycyjnego”, podjęcie przez autora tematyki rozprawy jest zadaniem trudnym i śmiałym, za co z góry należy się pochwała. W obecnym czasie, szybkiej redefinicji podlega bowiem ocena wpływu państwa na zapewnienie równego dostępu do świadczenia usług finansowych, nawet przy wykorzystaniu różnorodnych formuł prawnych.

Biorąc pod uwagę powyżej zarysowane tło recenzowanej pracy, należy pozytywnie ocenić wybór tematu rozprawy. To, że doktorant podjął się tak istotnego i aktualnego tematu zasługuje na aprobatę.

Funkcjonowanie rynku kapitałowego jest przedmiotem coraz szerszego zainteresowania doktryny, nie tylko prawniczej. Zjawiska występujące w ramach tego elementu rynku finansowego mają ścisły związek z funkcjonowaniem gospodarki jako całości. Z tego też względu, efekty różnorodnych zjawisk ekonomicznych, przejawiają się w wielu sferach działania rynku kapitałowego. W związku z powyższym, pozytywnie należy ocenić trzeźwość oceny stopnia skomplikowania materii, która stymulowała autora, do określenia zakresu tematu recenzowanej pracy. Co więcej, należy kwestię tematyki recenzowanej pracy rozpatrywać w kontekście tego, że regulacje normatywne dążą do coraz większego upowszechnienia mechanizmów długoterminowego oszczędzania, czy inwestowania, co ma również wymiar praktyczny.

Recenzowana praca jest opracowaniem przedstawiającym w sposób kompleksowy w ujęciu zaproponowanym, omawianą tematykę, funkcjonowania funduszy *venture capital* działających w formie alternatywnej spółki inwestycyjnej. Ta nowatorskość jest zaletą, i co więcej potwierdza wiele trudności przed którymi stanął autor, nie posiadając punktu odniesienia do tego rodzaju kompleksowego opracowania.

II. Konstrukcja rozprawy. Ocena pracy.

Przy recenzowaniu rozpraw naukowych jednym z kluczowych zagadnień jest ocena określenia celu badawczego, który formułuje autor rozprawy; następnie oczywiście powinna nastąpić analiza prowadzona pod kątem dążenia do potwierdzenia tego celu. Uzupełnieniem powinno być wykazanie, czy i w jakim zakresie cel badawczy został osiągnięty. W tym zakresie, powyżej wskazane elementy zostały w recenzowanej pracy nakreślone. Tak jak to szerzej wskazano w dalszej części recenzji, istotny walor w ramach metodologii pracy mają wprowadzenia, jak i podsumowania poszczególnych rozdziałów pracy, które pokazują sposób i metody dojścia do zakładanego przez autora celu badawczego.

Praca składa się z sześciu rozdziałów. W pierwszym rozdziale przedstawiono, w ujęciu ewolucyjnym, podstawowe zagadnienia pojęciowe, niezbędne do przedstawienia, z punktu widzenia dalszych badań prowadzonych w pracy. W różnym ujęciu został przedstawiony zarys pojęciowy funduszu *venture capital* (z wykorzystaniem różnych kryteriów podziału), w konfrontacji do instytucji funduszu inwestycyjnego. Przyjęcie pewnego założenia odnośnie tych dwóch pojęć było niezbędnym punktem wyjścia do dalszej analizy. Oczywiście w ramach omawiania struktury pojęcia fundusz inwestycyjny, przedstawiono odrębną rolę i ramy alternatywnych funduszy inwestycyjnych.

Rozdział drugi pracy omawia alternatywną spółkę inwestycyjną jako alternatywę dla prowadzenia działalności w formie funduszu inwestycyjnego zamkniętego. Odniesiono się więc do takich kwestii jak wymogi dotyczące rozpoczęcia działalności, administracyjnoprawne ograniczenia w trakcie prowadzenia działalności, jak i koszty związane z prowadzeniem działalności (ten ostatni element częstokroć jest jednym z istotniejszych w kontekście podejmowania praktycznej decyzji o prowadzeniu danego rodzaju działalności).

Rozdział trzeci opisuje funkcjonowanie funduszy *venture capital* w ujęciu prawnoporównawczym. Ciekawy jest dobór jurysdykcji – poza najbardziej rozwiniętym i wykorzystywanym „na eksport” Luksemburgiem, wybrano istotne jurysdykcje europejskie – niemiecką, francuską i brytyjską, jak również reżim najbardziej rozwiniętego rynku – amerykańskiego. W czwartym rozdziale odniesiono

się do przesłanek kwalifikacji podmiotu jako alternatywnej spółki inwestycyjnej, będących wynikiem implementacji rozwiązań unijnym do polskiego prawodawstwa.

Rozdział piąty przedstawia mechanizmy kształtujące zasady reglamentacji wykonywania działalności zarządzających alternatywną spółką inwestycyjną w Polsce. Reguły te opisują relacje w ujęciu administracyjnoprawnym od początkowego stadium związanym z założeniem wykonywania działalności, do jej zakończenia, przy uwzględnieniu obowiązków natury administracyjnoprawnej o charakterze ciągłym. Rozdział szósty stanowi krótki przykład analizy empirycznej funkcjonowania spółki alternatywnej na rynku polskim.

Zakończenie pracy stanowi wartościowy jej element, gdyż zawiera nie tylko ogólną ocenę przedstawianej analizy, ale także autor formułuje wnioski, odnoszące się do tez stawianych we wstępie pracy.

Analiza przedstawiana w pracy wiąże się z poszukiwaniem takiego kształtu regulacyjnego, który zagwarantowałby mechanizmy chroniące interes państwa (szeroko rozumiany interes publiczny), jak interes podmiotów działających na rynku (interes prywatny). W tym kontekście należy zwrócić uwagę, że interes prywatny rozpatrywany jest w tym miejscu w szerokim ujęciu, odnosząc się zarówno do różnorodnych zjawisk prawnych, jak i ekonomicznych, co jest zrozumiałe ze względu na materię regulacyjną. Jednocześnie powyższa analiza jest pochodną konfrontowania form prowadzenia działalności funduszu *venture capital*, jako alternatywnej spółki inwestycyjnej w opozycji do funduszu inwestycyjnego zamkniętego.

III. Ocena pracy. Uwagi szczegółowe.

1. Recenzowana praca stoi na wysokim poziomie. Wskazane zostały cele badawcze, jak i wnioski. Autor sprawnie **zmaga się z trudną materią** normatywną, nie stroniąc od własnych podsumowań. Niezależnie od pozytywnej oceny recenzowanej pracy, zadaniem recenzenta jest wskazanie elementów polemicznych, które przedstawione poniżej nie wpływają w konkluzji na ogólną ocenę pracy.

2. W pracy prawidłowo zostały określone cele badawcze. Analiza przedstawiona w recenzowanej pracy konsekwentnie dąży do ich wykazania. Na

poszczególnych etapach rozważań istotne pozostają podsumowania poszczególnych rozdziałów, które stanowią podstawę do formułowania wniosków końcowych zawartych w zakończeniu pracy.

3. Głównym trzonem pracy jest przedstawienie wpływu kształtu rozwiązań normatywnych na wybór formy prawnej prowadzenia działalności przez fundusz *venture capital*. Determinantą wyboru jest reżim administracyjnoprawny będący pochodną implementacji do polskiego porządku prawnego regulacji unijnych. Jednakże styk prawa unijnego z krajowym porządkiem prawnym, wymusza spojrzenie na rozwiązania wewnętrzne, również w pewnym kontekście konstytucyjnym, który jest wykorzystywany, a przynajmniej być powinien, w klasycznym procesie legislacyjnym. Sądzę, że większy nacisk mógłby być zwrócony, przez autora rozprawy, na zasadę proporcjonalności i sposób jej stosowania. Ta kluczowa reguła konstytucyjna jest przedmiotem zarówno badań doktryny, jak i odgrywa istotne miejsce w ocenie dokonywanej przez Trybunał Konstytucyjny. Szersze spojrzenie z uwzględnieniem zasady proporcjonalności zapewne wzbogaciłoby analizę dokonywaną w recenzowanej pracy. Przy wdrażaniu do porządku prawnego rozwiązań normatywnych wynikających z unormowań unijnych, ważne jest nie tylko „przełożenie” jednych norm na drugie, ale zastosować należy takie mechanizmy, które nie będą tworzyły norm niewspółmiernych dla zakładanych celów regulacji.

4. Interesującym rozwiązaniem jest umiejscowienie w pracy rozdziału prawoporównawczego. Rozdział ten miałby trochę większą użyteczność, gdyby udało się w większym stopniu znaleźć interakcję rozwiązań zagranicznych na proces i efekty implementacji w prawie krajowym (oczywiście poza rozwiązaniami amerykańskimi, które dla pracy mają trochę inny walor). Ma to szczególne znaczenie ze względu na wykazywane w wielu opracowaniach, nawet nie tylko doktrynalnych, ale również formalnych dokumentach rządowych, tendencje polskiego prawodawcy do tworzenia regulacji o charakterze *gold plating*.

5. Przy przeprowadzanej analizie konfrontującej wymogi dotyczące funkcjonowania funduszu *venture capital* w formie alternatywnej spółki inwestycyjnej w odniesieniu do funduszu inwestycyjnego zamkniętego, należałoby w większym stopniu uwypuklić stan historyczny regulacji. Obydwa rozwiązania były poddane

ocenie w ramach implementacji dyrektywy ZAFI. Jednakże we wcześniejszym okresie fundusze inwestycyjne zamknięte podlegały reglamentacji, bez praktycznie istotnych efektów wpływu regulacji unijnych. Biorąc pod uwagę względy historyczne, ze względu na pewne doświadczenia regulacyjne, funkcjonowanie funduszy inwestycyjnych obarczone było wysokim poziomem oddziaływania administracyjnoprawnego. Nie było więc tak, jak w przypadku alternatywnej spółki inwestycyjnej, że normatywny punkt odniesienia regulacyjnego praktycznie nie istniał. Z tego też względu, ta dychotomia regulacyjna, sprzed implementacji dyrektywy ZAFI, miała istotne znaczenie dla efektów procesów dostosowawczych, jak i końcowej oceny badawczej.

6. Istotnym walorem recenzowanej rozprawy jest podsumowanie rozważań zawartych w pracy, stanowiące efekt pracy badawczej. Istotnym walorem recenzowanej rozprawy jest podsumowanie rozważań zawartych w pracy, stanowiące efekt pracy badawczej. Po pierwsze, składa się na to ocena efektywności procedur i środków stosowanych w prawie krajowym stosowanych w ramach różnorodnych mechanizmów. Po drugie, zawarto w pracy wskazówki dotyczące kształtu optymalnego rozwiązania dla oddziaływania administracyjnoprawnego biorąc pod uwagę mechanizmy gwarantujące zaufanie obywateli do państwa, stabilności i pewności prawa.

IV. Ocena formalna rozprawy.

Należy podkreślić prawidłową strukturę pracy, optymalną liczbę rozdziałów o równomiernej objętości i zbliżonej strukturze. Istotną rolę pełni wstęp i zakończenie (odpowiednio – wprowadza i konkluduje materię pracy badawczej). Niezwykle wartościowym rozwiązaniem jest wyodrębnienie w każdym rozdziale, wprowadzenia, jak również podsumowania. Taka konstrukcja rozdziału umożliwia w większym stopniu uporządkowanie pracy badawczej, jak i wskazuje na sposób dochodzenia do wykazania tez zawartych we wprowadzeniu do rozprawy. Podsumowania zawarte w poszczególnych rozdziałach dają więc możliwość, niejako na bieżąco potwierdzania ciągu logicznego rozprawy i weryfikacji tez badawczych. Tym samym, struktura pracy

i jej objętość, to elementy których ocena formalna, potwierdza słuszność wyboru tematu w ujęciu merytorycznym.

Praca została przygotowana bardzo starannie od strony formalnej. Zbiór literatury wykorzystanej w pracy jest szeroki i fachowo dobrany. Na wyróżnienie, co jest w dużym stopniu wynikiem tematu rozprawy, zasługuje zakres literatury obcojęzycznej (głównie angielskojęzycznej). W pracy oparto się na niewielkiej próbie orzeczniczej, co jest jednak naturalne, biorąc pod uwagę tematykę pracy.

Niezależnie od powyższych uwag, należy wskazać, że posiłkowanie się w pracy szerokim spectrum bibliograficznym jest zaletą wymagającą podkreślenia, w szczególności w kontekście niejednolitej praktyki w tym zakresie, występującej w różnych ośrodkach naukowych. W omawianej pracy jest to o tyle cenne, że autor rozprawy, poza przytaczaniem poglądów doktryny, nie stroni od stawiania problemów badawczych, podejmuje próbę ich wyjaśnienia i formułuje samodzielne poglądy. Oczywiście szerokie spectrum bibliograficzne przekłada się na obszerną liczbę przypisów, co stanowi niewątpliwie wysoki walor naukowy recenzowanej pracy.

V. Wnioski

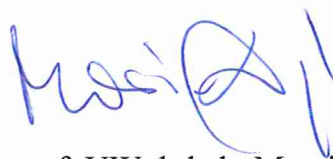
Ze względu na kształt recenzowanej pracy (istotność i aktualność tematu, zakres merytorycznych rozważań, wnioski wynikające z rozprawy), należy mieć nadzieję, że zostanie ona opublikowana. Przyczyniłoby się to w większym stopniu do rozwoju doktryny, poprzez możliwość szerszego dotarcia do czytelnika. Jest to istotne, z punktu widzenia promowania rozwiązań wnoszących istotny wkład w rozwój nauki, mającej zasięg oddziaływania zdecydowanie szeroki, jak i ze względu na tematykę pracy umożliwiającą jej wykorzystanie, wzięwszy pod uwagę wnioski w niej zawarte.

Tym samym, całokształt rozważań badawczych, zakres analizy, metodologia i wykorzystane źródła przemawiają jednoznacznie za skierowaniem rozprawy doktorskiej do publikacji. Sądzę, że materiał badawczy przedstawiony przez autora powinien być wykorzystywany zarówno przez doktrynę, jak i prawodawcę, w związku z czym publikacja recenzowanej pracy stanowi imperatyw. Ma to również znaczenie

ze względu na coraz szerszy zasięg rozwiązań normatywnych kształtujących mechanizmy długoterminowego oszczędzania, czy inwestowania.

W konkluzji, stwierdzam, że przedstawiona mi do recenzji rozprawa doktorska mgr Michała Włodarczyka pod tytułem „Funkcjonowanie funduszy *venture capital* działających w formie alternatywnej spółki inwestycyjnej” stanowi samodzielne i oryginalne rozwiązanie ważnego dla nauki prawa problemu naukowego.

Z pełnym przekonaniem mogę więc stwierdzić, że przygotowana przez mgr Michała Włodarczyka rozprawa, pod tytułem „Funkcjonowanie funduszy *venture capital* działających w formie alternatywnej spółki inwestycyjnej” spełnia wymogi stawiane rozprawom doktorskim określone ustawą z dnia 14 marca 2003 r. o stopniach naukowych i tytule naukowym oraz o stopniach i tytule w zakresie sztuki (Dz. U. Nr 65, poz. 595 ze zm.) i może stanowić podstawę do nadania stopnia naukowego doktora nauk prawnych.



prof. UW dr hab. Marcin Dyl