

Venture Capital Financing from the Perspective of Islamic Finance

Assist. Prof. Iwona Sobol, PhD
Institute of International Business,
University of Gdansk, Poland
e-mail: isobol@ek.univ.gda.pl

Finansowanie venture capital z perspektywy finansów islamskich

dr Iwona Sobol, adiunkt,
Instytut Handlu Zagranicznego,
Uniwersytet Gdański, Polska
e-mail: isobol@ek.univ.gda.pl

Abstract: *Concepts of venture capital or private equity have been described thoroughly in recent years. Since they have become very popular financial intermediaries many authors have conducted research on different aspects of their functioning. However venture capital industry in Islamic countries is still an unexplored subject. The aim of this paper is the analysis of Islamic financial structures which can constitute basis for establishing VC funds in Islamic countries and the examination of the potential for development of VC industry in those countries.*

Key words: *venture capital, Islamic finance, Profit and Loss Sharing*

Streszczenie: *Fundusze venture capital oraz private equity były szeroko opisywane w ostatnich latach. Jako że stały się one ważnymi pośrednikami na rynku finansowym wielu autorów prowadziło badania nad różnymi aspektami ich funkcjonowania. W państwach muzułmańskich fundusze venture capital stanowią jednakże wciąż nie zbadany temat. Celem niniejszego opracowania jest analiza islamskich narzędzi finansowych, które mogłyby stanowić podstawę dla tworzenia funduszy VC w krajach muzułmańskich, a także zbadanie możliwości rozwoju w tych krajach rynku venture capital.*

Słowa kluczowe: *venture capital, finanse islamskie, partycypacja w zyskach i stratach*

JEL Classification: *G23, G24*

I. Introduction

Concepts of venture capital (VC) or private equity (PE) have been described thoroughly in recent years. Since they have become very popular financial intermediaries many authors have conducted research on different aspects of their functioning. Venture capital funds have been operating mainly in the most developed countries such as the USA and European Union countries. And it must be emphasised that most economists concentrated on research of VC markets in those countries. However little attention has been paid to the potential of development of venture capital markets in Islamic countries where VC industry is still at the beginning of development, which may seem strange since according to Islamic economists VC has its roots in Ancient Arabia.

I. Wstęp

Fundusze venture capital (VC) oraz private equity (PE) były szeroko opisywane w ostatnich latach. Jako że stały się one ważnymi pośrednikami na rynku finansowym wielu autorów prowadziło badania nad różnymi aspektami ich funkcjonowania. Działalność funduszy venture capital przez lata głównie skupiała się w krajach wysokorozwiniętych takich jak Stany Zjednoczone czy też kraje Unii Europejskiej. I należy podkreślić, że większość badań dotyczy właśnie rynków tych państw. Niewiele uwagi poświęcono na możliwości rozwoju rynków venture capital w krajach muzułmańskich, gdzie są wciąż w początkowej fazie rozwoju. Może się to wydawać dziwne, gdyż według ekonomistów islamskich fundusze VC mają swoje korzenie w Starożytnej Arabii.

Celem niniejszego opracowania jest analiza islamskich narzędzi finansowych, które

The aim of this paper is the analysis of Islamic financial structures which can constitute a basis for establishing VC funds in Islamic countries and the examination of potential for development of VC market in those countries. The paper is divided into four parts. In the first one the concept of venture capital is described. The aim of the second part is the introduction to Islamic finance and its principles. In the third part Profit and Loss Sharing modes of finance similar to Western venture capital structures are described. And finally, in the last part of the paper the potential for development of Islamic venture capital industry is examined.

II. History, definition and role of venture capital in developed countries

The history of venture capital is very long and can be traced back to the times of the Roman Empire. According to some authors, Christopher Columbus' journey to America was financed by means of venture capital (White and Bingham and Hill, 2003). It is said that Queen Isabella is supposed to have sold jewellery to finance Columbus' fleet. The risk that the expedition would be unsuccessful was quite high, the potential rewards were, however, even higher. Today's venture capital industry has its origin at the turn of the twentieth century, when wealthy families such as the Rockefellers and the DuPonts provided risk capital to small growing companies (Sherman, 2005). But it was not until the 1940s that venture capital became a large-scale professional industry. In 1946 a first public venture capital company, American Research and Development Corporation (ARD), was founded in Boston by Harvard professor Georges Doriot. Soon afterwards the American market of risk capital started to develop very quickly. More and more VC funds were established pouring huge amounts of money into business. Some of the most prominent companies that benefited from VC support include: Intel, Apple Computer, Federal Express and Home Depot.

For decades the VC industry in other parts of the world lagged behind that in the USA.

mogłyby stanowić podstawę dla tworzenia funduszy VC w krajach muzułmańskich, a także zbadanie możliwości rozwoju w tych krajach rynku venture capital. Niniejsze opracowanie podzielone jest na cztery części. W pierwszej opisana jest koncepcja funduszy venture capital. Celem drugiej części jest przedstawienie zasad, którymi muszą się kierować w swojej działalności islamskie instytucje finansowe. W trzeciej części opisane są islamskie modele finansowania bazujące na koncepcji partycypacji stron w zyskach i stratach z przedsięwzięcia (Profit and Loss Sharing – PLS). Modele te przypominają swoją konstrukcją fundusze venture capital, działające w krajach wysokorozwiniętych. W ostatniej części opracowania zbadane są możliwości rozwoju islamskich funduszy venture capital.

II. Historia, definicja oraz rola funduszy venture capital w krajach rozwiniętych

Historia funduszy venture capital sięga czasów Imperium Rzymskiego. Można się też spotkać z opinią, że wyprawa Krzysztofa Kolumba do Ameryki była finansowana za pomocą venture capital (White, Bingham i Hill, 2003). Podobno Królowa Izabella sprzedała swoje klejnoty, aby móc sfinansować flotę Kolumba. Ryzyko, że ekspedycja okaże się nieudana było bardzo duże, jednakże potencjalne zyski, które mogła przynieść były większe. Współczesne fundusze venture capital narodziły się na przełomie XIX i XX wieku w Stanach Zjednoczonych, kiedy to małe, ale szybko rozwijające się przedsiębiorstwa otrzymywały kapitał wysokiego ryzyka od bogatych amerykańskich rodów takich jak Rockefellerowie czy też DuPontowie (Sherman, 2005). Jednakże dopiero w latach 40. sektor venture capital stał się ważną częścią gospodarki amerykańskiej. W 1946 r. powstało American Research and Development Corporation (ARD), pierwsze publiczne przedsiębiorstwo venture capital. Zostało ono założone w Bostonie przez profesora Harvardu Georges'a Doriot. Wkrótce potem nastąpił bardzo dynamiczny rozwój amerykańskiego rynku venture capital. Powstawało coraz więcej funduszy, gotowych inwestować duże pieniądze w niewielkie, ale innowacyjne firmy. Wśród beneficjentów funduszy VC można wymienić między innymi: Intel, Apple Computer, Federal Express oraz Home Depot.

The American VC market was already mature when VC industry emerged in Europe, first in the UK and Ireland, where American funds started setting up their affiliates in the late 1970s and then in Continental Europe, where domestic banks were the main investors (Gregoriou and Kooli and Kraeusl, 2007). In the next years risk capital spread to other parts of the world, including emerging economies.

In literature venture capital often coexists with the concept of private equity (PE). Usually VC is treated as a form of PE finance which is the provision of capital and management expertise to create value and, as a result, generate big capital gains after the deal. Those investments have usually medium and long term character. It should be noted however that this definition of PE is very broad. In practice there are many definitions of both PE and VC since different associations and institutions have their own interpretations of those concepts. For instance, in the United States VC is usually considered to be a cluster of PE dedicated to finance new ventures whereas Europeans define VC and PE as two separate clusters. Venture capitalists invest in start-up companies while private equity operators provide financing to older firms. It should be added that PE companies tend to be more risk-averse in contrast to VC funds. Although there are various definitions of PE and VC, they all put emphasis on close relationship between the entrepreneur and the investor which is not restricted to the provision of capital just like in the case of other financial cooperations (Caselli, 2010).

Apart from providing finance VC investors also take an active part in the management of the company, which is especially beneficial for the young, inexperienced companies. Receiving venture capital financing acts also like an important badge of merit which, confers a certain degree of validity on new companies. This helps with both customers and vendors who might be reluctant to get into business with young, inexperienced firms. The venture capital is an example of entrepreneurial finance. The core essence of VC is to lead an entre-

Przez lata sektor VC w innych częściach świata pozostawał daleko w tyle za Stanami Zjednoczonymi. Amerykański rynek VC był już dojrzały, gdy fundusze VC pojawiły się w Europie, w pierw w Wielkiej Brytanii i Irlandii, gdzie pod koniec lat 70. zakładały filie fundusze amerykańskie, a następnie w Europie kontynentalnej, gdzie głównymi inwestorami były lokalne banki (Gregoriou, Kooli i Kraeusl, 2007). W następnych latach venture capital rozprzestrzenił się na inne regiony świata, między innymi pojawił się na tzw. rynkach wschodzących.

W literaturze pojęcie venture capital często współwystępuje z pojęciem private equity. VC jest zazwyczaj uważane za rodzaj finansowania PE, które to może być zdefiniowane jako dostarczanie kapitału oraz wiedzy specjalistycznej w zakresie zarządzania w celu podniesienia wartości spółki i w rezultacie osiągnięcia wysokiej stopy zwrotu z inwestycji. Inwestycje PE mają z reguły charakter średnio i długoterminowy. Trzeba jednakże zaznaczyć, że powyższa definicja PE jest bardzo szeroka. W praktyce występuje wiele definicji zarówno PE, jak VE, gdyż różne instytucje i organizacje interpretują powyższe pojęcia na swój sposób. Na przykład, w Stanach Zjednoczonych VC uważa się za rodzaj PE, podczas gdy w Europie VC i PE uważane są za odrębne rodzaje finansowania. Fundusze venture capital inwestują w spółki dopiero rozpoczynające działalność, podczas gdy fundusze private equity dostarczają finansowanie do starszych firm. Warto też dodać, że fundusze PE są z reguły mniej skłonne do ryzyka niż fundusze VC. Choć istnieje wiele definicji funduszy PE czy też VC, należy zaznaczyć, iż wszystkie one kładą nacisk na bliskie relacje między przedsiębiorcą a inwestorem, które nie są ograniczone wyłącznie do finansowania jak ma to miejsce w przypadku innych rodzajów współpracy finansowej (Caselli, 2010).

Oprócz dostarczania kapitału inwestorzy VC biorą również czynny udział w zarządzaniu spółką, co jest szczególnie korzystne dla młodych, niedoświadczonych firm. Współpraca z funduszem venture capital często także oznacza dla nich pewien rodzaj promocji, dzięki której mogą nawiązać kontakty biznesowe mimo niedoświadczenia i krótkiej obecności na rynku. Istotą

preneur to success. When this is achieved it is reflected in the value of the enterprise. And the investor can exit the partnership with the high profit which is the main advantage of VC for the investors.

At the end of this part of the paper it should be emphasised that a properly functioning venture capital industry brings benefits not only to a particular company, but to the society as a whole. It is done thanks to directing resources to entrepreneurs with the most promising ideas and the determination to turn those ideas into successfully operating companies.

III. Islamic finance and its principles

Islamic finance has been a phenomenon of the last few decades when Islamic financial institutions have grown in size and importance. According to the UK Islamic Finance Secretariat (UKIFS, 2012) the global market for Islamic financial services reached \$1,130bn at the end of 2010 and estimations indicate that this figure grew by 14% in 2011 reaching \$1,289bn. It is not surprising then that there has been a great interest among the economists about the functioning and sources of success of Islamic financial institutions.

It must be stressed that all financial operations, conducted by Islamic financial firms just like other areas of life in Islam must stay in compliance with Sharia (in Arabic "the way" or "path to watering place") – Islamic religious law – which can be defined as "a set of norms, values and laws that governs the Islamic way of life. In other words Sharia governs all aspects of Islam, including faith, worship, economic, social, political and cultural aspects in Islamic societies" (Dusuki, 2011).

One of the most important principles according to Sharia with regard to Islamic finance is prohibition of usury (arab. *riba*). The prohibition of *riba* has its origins in the holy book of Muslims – the Koran. The Hadiths, which describe the life and actions of Muhammad, the Messenger of Allah, also state that *riba* is condemned. However, neither the Koran nor the Hadiths define what *riba* is. According to most Islamic

VC jest doprowadzenie przedsiębiorcy do sukcesu. Gdy ten cel zostanie osiągnięty, wzrasta wartość przedsiębiorstwa, dzięki czemu fundusz może je opuścić z dużym zyskiem. Jest to główna korzyść, którą osiąga fundusz VC z inwestycji.

Na koniec tej części opracowania należy podkreślić, że prawidłowo funkcjonujący sektor venture capital przynosi korzyści nie tylko jego bezpośrednim uczestnikom, ale całej społeczności. Dzieje się tak dzięki temu, że środki finansowe są kierowane do przedsiębiorców z najbardziej obiecującymi pomysłami i determinacją, pozwalającą te pomysły obrócić w dobrze prosperujące firmy.

III. Zasady finansów islamskich

Finanse islamskie stanowią fenomen kilku ostatnich dekad. Według danych UK Islamic Finance Secretariat (UKIFS, 2012) wartość islamskich usług finansowych wyniosła pod koniec 2010 r. 1,130 bln USD i według szacunków, w 2011 r. wzrosła ona o 14% osiągając 1,289 bln USD. Zatem nie może dziwić fakt, że zainteresowanie ekonomistów funkcjonowaniem i źródłami sukcesu islamskich instytucji finansowych jest bardzo duże.

Należy podkreślić, że wszystkie operacje finansowe, dokonywane przez islamskie instytucje finansowe, tak jak i inne dziedziny życia w islamie, muszą być zgodne z zasadami prawa religijnego muzułmanów – szariat (arab. "droga" lub "ścieżka prowadząca do wodopoju"), które może być zdefiniowane jako zbiór norm, wartości i zasad regulujących islamski model życia. Innymi słowy szariat reguluje wszystkie aspekty życia islamskiego społeczeństwa, w tym wiarę, gospodarkę, kwestie społeczne, politykę i kulturę (Dusuki, 2011).

Podstawową zasadą, obowiązującą islamskie instytucje finansowe jest zakaz pobierania procentu od kapitału, czyli lichwy (arab. *riba*). Zakaz *riba* wywodzi się z Koranu – Świętej Księgi muzułmanów. Również z hadisów, czyli opowieści, opisujących życie i działalność proroka Mahometa można się dowiedzieć, że *riba* jest potępiona. Jednakże ani Koran ani hadisy nie przytaczają definicji lichwy. Według większości islamskich ekonomistów lichwa stanowi jakikolwiek przyrost kapitału ponad wartość nominalną (Hasanuz Zaman,

economists usury is any sort of increase over the principal amount (Hasanuz Zaman, 2001). So it has a different meaning than in contemporary Western civilisation, where usury is defined as the practice of charging excessive, unreasonably high interests on loans.

Since *riba* is prohibited in Islamic finance, instruments typical of conventional banking are not allowed either. They must be replaced by other types of products, preferably by instruments based on the Profit and Loss Sharing (PLS) concept. Islamic economists claim that conventional lending at a fixed, predetermined interest is conservative. It favours the rich and those who are already in business and is only marginally concerned with the success of the ventures it finances. In contrast, under PLS scheme, Islamic banks as well as their depositors link their own fate to the success of the venture they finance. It must be emphasised that this system allows a capital-poor, but promising entrepreneur to obtain financing (Warde, 2000). It should be noted that it stands in compliance with the philosophy of venture capital industry.

Apart from the prohibition of *riba*, Islamic financial institutions must operate in accordance with other principles. They must avoid contracts that involve excessive risk (*gharar*) that is transactions where a significant element of uncertainty exists. It should be also mentioned that all economic transactions of Muslims should support those practices or products which are not considered *haram*, or unlawful, to Islam. Thus investments in areas such as alcohol, casinos, and cigarettes are prohibited.

IV. PLS models as the basis for creation of Islamic venture capital funds

As it was already mentioned, Profit and Loss Sharing modes of finance are favoured in Islamic economics. They are also considered to be the most appropriate basis for creation of Islamic VC funds.

The basic principle of PLS modes of finance is that instead of lending money at interest, the bank forms a partnership with

2001). Zatem ma inne znaczenie niż we współczesnej cywilizacji Zachodu, gdzie jest definiowana jako pobieranie wygórowanych procentów za pożyczone pieniądze.

Ponieważ stosowanie *riba* przez islamskie instytucje finansowe jest zabronione, niemożliwy jest obrót instrumentami typowymi dla bankowości konwencjonalnej. Muszą być one zastępowane przez inne rodzaje produktów, najlepiej te oparte na koncepcji partycypacji stron w zyskach i stratach z przedsięwzięcia (Profit and Loss Sharing – PLS). Islamscy ekonomiści twierdzą, że udzielanie kredytów przez konwencjonalne instytucje finansowe według stałej, z góry ustalonej stopy, jest oznaką konserwatyzmu. Taki rodzaj finansowania faworyzuje bogatych oraz obecnych już jakiś czas w biznesie. Ponadto należy zaznaczyć, że konwencjonalne instytucje finansowe są w niewielkim stopniu zainteresowane powodzeniem przedsięwzięcia, które finansują. W ramach finansowania PLS natomiast banki islamskie, jak również deponenci wiążą swój los z powodzeniem finansowanego przedsięwzięcia. Należy podkreślić, że ten system umożliwia zdobycie kapitału pozbawionemu środków finansowych obiecującemu przedsiębiorcy (Warde, 2000). A trzeba zauważyć, że jest to również zgodne z filozofią działania funduszy *venture capital*.

Poza zakazem *riba*, islamskie instytucje finansowe muszą kierować się jeszcze innymi zasadami. Muszą unikać transakcji, które wiążą się z nadmiernym ryzykiem (*gharar*), czyli transakcji zawierających duży element niepewności. Warto też wspomnieć, że zgodnie z islamem nie można angażować się w inwestycje określone słowem *haram* („to co zakazane”). Do *haram* należą między innymi takie dziedziny jak: tytoń, alkohol czy też kasyna.

IV. Modele PLS jako podstawa tworzenia islamskich funduszy *venture capital*

Jak już wspomniano, modele PLS są preferowanymi formami finansowania w ekonomii islamu. Uważa się również, że stanowią one najodpowiedniejszą podstawę dla tworzenia islamskich funduszy VC.

Według koncepcji PLS, bank zamiast pożyczać na procent, wchodzi w spółkę z po-

the borrower, sharing in a venture's profits and losses. Hence, unlike an interest-based product, in the case of PLS modes of finance, there is no guaranteed rate of return on the investment since income depends on the profit earned by the partnership company and may possibly result in losses. The most common partnership contracts that could be the basis for the creation of Islamic VC funds include *mudaraba* and *musharaka*.

It is believed by Islamic economists that the VC finance originates from a concept of *mudaraba*, which was already known in Ancient Arabia (Khadem, 2005). In the *mudaraba* contract, one party of the agreement, called *rabb-ul-maal* or *sahib-al-maal* provides capital finance for a specific venture indicated by the other party, called *mudarib*. *Mudarib's* contribution to the venture is professional and technical expertise. He is also responsible for the management of the business. If the venture brings profit, it is shared according to a pre-agreed ratio between *rabb-ul-maal* and *mudarib*. Losses however are entirely borne by the *rabb-ul-maal*, with the exception of cases when such losses are the outcome of the managerial negligence or the misconduct of *rabb-ul-maal*. Due to the fact that one of the partners runs the business and the other provides solely finance, the relationship between the partners is based on trust, with the investor having to rely heavily on the entrepreneur, his ability to manage the business and his honesty when it comes to profit share payments (Schoon, 2010). A simple *mudaraba* structure is presented in Figure 1.

In the past a *mudaraba* contract was always based on the partnership of two parties. However, in modern times a new model of *mudaraba* – two-tier *mudaraba* model (TTMM) – has been introduced and adapted by Islamic financial institutions. In the case of two-tier *mudaraba* two *mudaraba* transactions are used in one scheme and three parties are included in the contract: the depositors as financiers, the bank as an intermediary and the entrepreneur who needs capital. The first *mudaraba* is conducted between depositors (*rabb-ul-maal*) and a bank (*mudarib*)

życzkobiorcą, dzieląc się z nim zyskami i stratami. Zatem w przeciwieństwie do produktów opartych na stopie procentowej, w przypadku finansowania PLS, nie występuje gwarantowana stopa zwrotu z inwestycji, gdyż dochód uzależniony jest od wyniku finansowego osiągniętego przez spółkę, który może oznaczać zarówno zysk, jak i stratę. Podstawowymi technikami finansowania opartymi o PLS, które mogą stanowić podstawę dla tworzenia islamskich funduszy VC, są *mudaraba* i *musharaka*.

Wielu ekonomistów muzułmańskich uważa, że finansowanie VC ma swoje korzenie w koncepcji *mudaraba*, znanej i praktykowanej już w Starożytnej Arabii (Khadem, 2005). *Mudaraba* jest rodzajem spółki, w ramach której jedna ze stron, zwana *rabb-ul-maal* lub *sahib-al-maal* angażuje swój kapitał w przedsięwzięcie biznesowe drugiej strony, zwanej *mudarib*. Rola *rabb-ul-maal'a* sprowadza się wyłącznie do sfinansowania inwestycji. Zarządzanie przedsięwzięciem, dostarczanie know-how spoczywa na pożyczkobiorcy, czyli *mudarib'ie*. Jeśli inwestycja przyniesie zysk, jest on dzielony zgodnie z wcześniej zawartą przez strony umową. W wypadku strat, ponosi je wyłącznie *rabb-ul-maal*, z wyłączeniem sytuacji, gdy *mudarib* złamie warunki umowy czy też dopuści się rażących zaniedbań. Z uwagi na fakt, iż jeden z partnerów zarządza biznesem, zaś drugi wyłącznie dostarcza kapitał, relacja między nimi musi się opierać na zaufaniu. Inwestor musi polegać na umiejętnościach przedsiębiorcy w zakresie zarządzania a także na jego uczciwości przy dzieleniu się zyskami (Schoon, 2010). Strukturę kontraktu *mudaraba* przedstawia rysunek 1.

W przeszłości kontrakt *mudaraba* był zawsze oparty na współpracy dwóch stron. Współcześnie jednakże islamskie instytucje finansowe częściej wykorzystują nowy model, tzw. dwu-poziomą *mudaraba* (two-tier *mudaraba* model – TTMM). TTMM składa się z dwóch transakcji *mudaraba*, w których uczestniczą trzy strony: deponenti kapitału, bank pełniący rolę pośrednika oraz przedsiębiorca, zgłaszający zapotrzebowanie na kapitał. Pierwszy kontrakt *mudaraba* jest zawierany między deponentami (*rabb-ul-maal*) i bankiem (*mudarib*), zaś drugi między bankiem (*rabb-ul-maal*)

while the second one between the bank (*rabb-ul-maal*) and a borrower (*mudarib*). The parties of the first *mudaraba* share the bank's profit while those of the second *mudaraba* share the profit of the borrower. So the two-tier *mudaraba* enables a bank to finance in an efficient way by pooling money from multiple depositors (Shinsuke, 2012).

i pożyczkobiorcą (*mudarib*). Strony pierwszego kontraktu dzielą się zyskami, osiągniętymi przez bank, z kolei uczestnicy drugiej transakcji zyskami, osiągniętymi przez przedsiębiorcę, pożyczającego pieniądze. Zatem dwupoziomowa *mudaraba* umożliwia bankowi finansowanie w efektywny sposób poprzez mobilizację kapitału od wielu deponentów (Shinsuke, 2012).

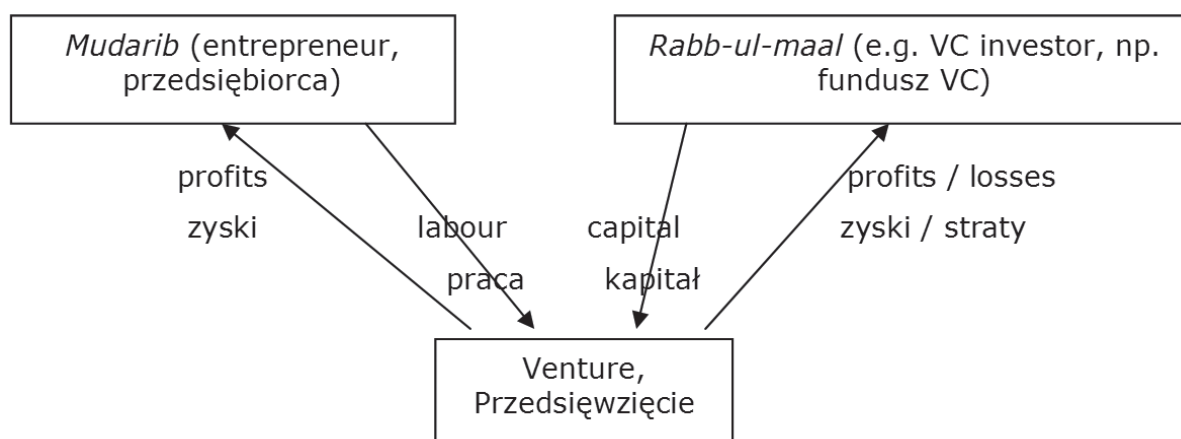


Fig. 1. Mudaraba

Rys.1. Mudaraba

Musharaka is another kind of contract that could be used as a VC vehicle. *Musharaka* can be defined as a form of joint venture, where two or more parties combine their capital and labour together to share the profits, enjoying similar rights and liabilities. The profits resulting from such a venture are shared according to a pre-agreed ratio between the parties of *musharaka*, while losses are borne in proportion to contributed capital. The *musharaka* structure is presented in Figure 2. *Musharaka* is similar to *mudaraba*, the difference being that in the former both the partners participate in the contribution of the capital and management.

Kolejnym kontraktem, który może stanowić podstawę funkcjonowania islamskich funduszy VC jest *musharaka*. Jest to forma spółki, w której przynajmniej dwie osoby angażują swój kapitał i pracę we wspólne przedsięwzięcie. Zysk z takiej wspólnej inwestycji dzielony jest pomiędzy strony według zasad uzgodnionych w umowie, przy czym jest niedopuszczalne ustalenie stałej kwoty zysku do wypłaty. W przypadku wystąpienia straty, dzielona jest ona proporcjonalnie do wniesionego kapitału. Struktura kontraktu *musharaka* zaprezentowana jest na Rysunku 2. Transakcje *musharaka* i *mudaraba* są do siebie podobne, z tymże w przypadku pierwszej z nich obaj partnerzy wnoszą do spółki zarówno kapitał, jak i obaj nią zarządzają.

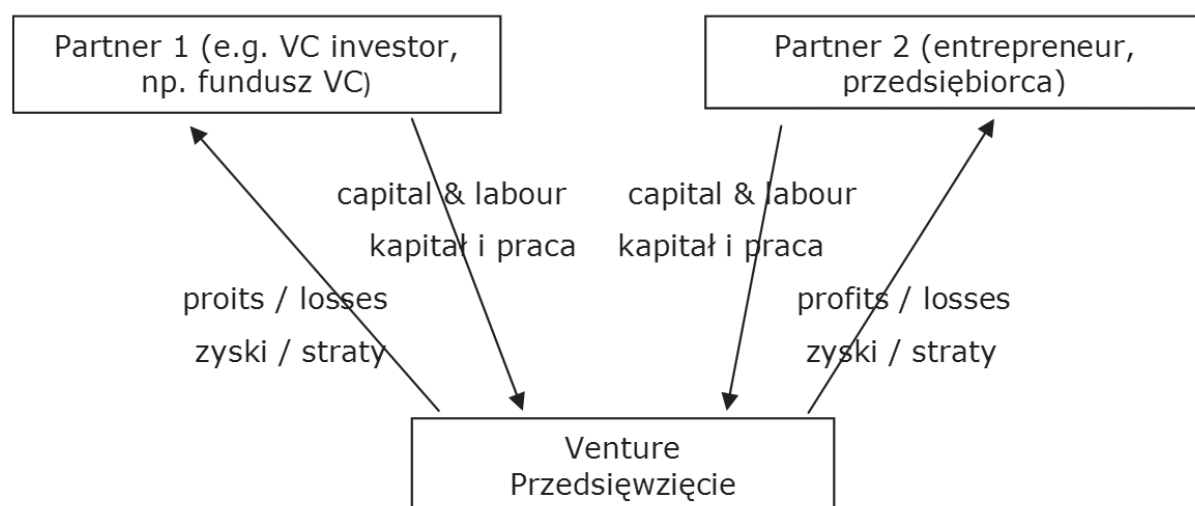


Fig. 2. Musharaka

Rys. 2. Musharaka

V. Potential for development of Sharia-compliant venture capital market

In an institutional form, contemporary Islamic venture capital can be traced back to Mudaraba Companies established in Pakistan in 1984. Since then other VC investors, for instance, Venture Capital Bank in Bahrain and Musharaka Venture Tech. and Management in Malaysia have been founded (bint Hasan and Mikail and Arifin, 2011).

However, despite the fact that venture capital funds exist in some Islamic countries, Islamic VC industry is still at the beginning of its development. The practice shows that PLS modes of finance which are considered as the most suitable basis for creation of Sharia-compliant VC funds, are very rarely used by Islamic financial institutions. The reason for such a situation lies in the fact that there are many problems associated with those modes of finance. Most of the problems result from the information asymmetry which may lead to moral hazard behaviour of the entrepreneurs. For instance, in the case of the mudaraba contract the entrepreneur can ask the financier for more money than he actually needs or he can engage in high risk operations, knowing that he will not be committing his own money (Warde, 2000). It may seem that the risk of moral hazard does not concern musharaka since in theory in the case of this instrument the investors are engaged in the management of the venture. However, it must

V. Potencjał rozwoju rynku venture capital zgodnego z zasadami szariatu

Pierwsze współczesne instytucje przypominające venture capital - Mudaraba Companies - utworzone zostały w 1984 r. w Pakistanie. W następnych latach zaczęły powstawać fundusze w innych krajach islamskich, między innymi Venture Capital Bank w Bahrajnie i Musharaka Venture Tech. and Management w Malezji (bint Hasan, Mikail i Arifin, 2011).

Jednak pomimo faktu, że fundusze venture capital funkcjonują w niektórych krajach muzułmańskich, islamski sektor VC jest jeszcze w początkowej fazie rozwoju. Praktyka pokazuje, że metody finansowania oparte na modelu PLS, uważane za najbardziej odpowiednie do tworzenia funduszy VC, zgodnych z szariatem, są bardzo rzadko oferowane przez islamskie instytucje finansowe. Powodem takiej sytuacji jest fakt, iż istnieje wiele problemów związanych z tymi metodami finansowania. Większość z nich wynika z asymetrii informacji, która może prowadzić do pokusy nadużycia ze strony przedsiębiorców. Na przykład w wypadku umowy mudaraba przedsiębiorca może zwrócić się do finansującego o więcej pieniędzy niż w rzeczywistości potrzebuje lub może zaangażować się w operacje wysokiego ryzyka, wiedząc, że nie będzie ryzykował własnymi pieniędzmi (Warde, 2000). Może się wydawać, że ryzyko pokusy nadużycia nie dotyczy musharaka, ponieważ teoretycznie w przypadku tego instrumentu inwestorzy

be stressed that in practice they usually waive the right to manage the business because of the high costs involved in such an activity.

The moral hazard problem in PLS financing is one of the most important factors hindering Islamic financial institutions from usage of PLS modes of finance. According to Çizakça (2011) VC fund may protect itself against that risk by forming a portfolio of entrepreneurs financed. As a consequence, the loss that one entrepreneur makes would be compensated by the gain of the other. However, reducing the risk in such a way is not enough.

Conventional VC funds try to eliminate moral hazard risk by the appropriate selection of financial products, used in the transaction with the entrepreneur. The deal structure has to provide downside protection to the VC fund until successful exit is achieved. VC funds are usually minority shareholders and therefore they choose to protect themselves by structuring the contract with the entrepreneur with the combination of common stock, preferred stock and convertible debt. Preferred stock provides the holder with preference over common shareholders in the event of a sale or liquidation of the company and may have additional rights such as control over management decisions or the ability to receive dividends (Rashid, 2005). However this kind of instruments are not acceptable in Islamic finance. Thus it is vital to develop more Islamic alternatives to the conventional versions of these instruments. Durrani and Boocock (2006) claim that such alternatives have been already developed. They say that the idea of differential or disproportionate revenue sharing between two classes of equity investors has been approved in Islamic jurisprudence. This concession applies providing that the party offering finance also contributes to the management of the venture. A modified version of preferred stock could create two classes of shares, with each of them being entitled to different percentages of profit beyond a defined ratio. Diminishing musharaka is another financial instrument that meets the needs of entrepreneur while at the same time limits risk of investor. In the case of

są zaangażowani w zarządzanie przedsięwzięciem. Jednak należy podkreślić, że w praktyce zazwyczaj zrzekają się prawa do zarządzania biznesem z powodu wysokich kosztów z tym związanych.

Problem pokusy nadużycia, występujący w finansowaniu opartym na modelu PLS stanowi jeden z najważniejszych przyczyn, z powodu którego islamskie instytucje finansowe nie angażują się w ten rodzaj operacji. Według Çizakça (2011) fundusz VC może chronić się przed tym ryzykiem poprzez tworzenie odpowiedniego portfela finansowanych przedsiębiorstw. Dzięki temu, straty poniesione przez jednego przedsiębiorcę mogą być zrekompensowane przez zyski osiągnięte przez innego. Jednakże, taka metoda na zmniejszenie ryzyka jest niewystarczająca.

Konwencjonalne fundusze VC próbują rozwiązać problem pokusy nadużycia poprzez włączenie do umowy z przedsiębiorcą instrumentów finansowych, które stanowiłyby dla funduszu zabezpieczenie do momentu wyjścia z inwestycji. Jako że fundusze VC są z reguły udziałowcami mniejszościowymi, dlatego też do kontraktu włączają oprócz akcji zwykłych, również akcje uprzywilejowane czy też obligacje zamienne. Akcje uprzywilejowane przynoszą dodatkowe przywileje dla ich posiadaczy, np. pierwszeństwo do udziału w masie likwidacyjnej, przywilej dywidendy czy też większą liczbę głosów na walnym zebraniu akcjonariuszy, pozwalającą na kontrolowanie decyzji w spółce (Rashid, 2005). Jednakże ten rodzaj instrumentów finansowych jest niedozwolony w finansach islamskich. Zatem konieczne jest stworzenie instrumentów islamskich, stanowiących dla nich alternatywę. Durrani i Boocock (2006) twierdzą, że takie produkty już istnieją. Dodają, że idea różnicy czy też dysproporcji w dochodach, osiąganych przez dwóch różnych inwestorów, akceptowana jest przez islamską jurysprudencję, przy założeniu, że strona dostarczająca kapitał bierze również udział w zarządzaniu przedsięwzięciem. Zatem możliwe jest występowanie dwóch różnych typów akcji, z których każda przynosi inny dochód. Diminishing musharaka jest kolejnym instrumentem, który zmniejsza ryzyko inwestora, a jednocześnie nie narusza interesów przedsiębiorcy. W tym

diminishing musharaka the financier will gradually sell his share to the partner at an agreed price and in accordance with an agreed schedule. In this structure company assets can be used as collateral, thus protecting the original capital to some extent until the project achieves profitability. From cash generated from profits, the entrepreneur can gradually repurchase the equity issued to the VC fund (Durrani and Boocock, 2006).

Apart from the appropriate structuring of the transaction by VC fund, there are some other modifications that could be made to make the venture capitalist safer. It should be noted that those modifications would be rather small so there should not be a problem with their implementation by Islamic financial institutions.

VI. Conclusions

Financing via venture capital vehicles brings a lot of advantages both to the country as a whole and to its direct participants. It is young inexperienced entrepreneurs with good, promising ideas, but without sufficient financial resources who can benefit from VC financing. Venture capitalists, on the other hand, have the chance to achieve much higher rate of return in comparison with other kinds of investment.

Since venture capital promotes entrepreneurship and is to a large extent consistent with Islamic principles, it may seem that Islamic VC markets should be well developed. However in practice VC funds are rarity in Islamic countries. Financial institutions consider mudaraba and musharaka models, which are very similar to Western VC funds, too risky and are reluctant to offer them to their clients. Nevertheless, it must be emphasised that the potential for development of Islamic venture capital industry is large. There is quite a lot of wealth accumulated in some Islamic countries, especially those situated in the Gulf region and this wealth could be directed to VC funds. Apart from willingness of financial institutions to make some minor albeit necessary modifications in financial contracts they offer, some changes in the

przypadku podmiot finansujący stopniowo transferuje swoje udziały na rzecz pozostałych udziałowców spółki po określonej z góry cenie i według określonego harmonogramu. Jako zabezpieczenie chroniące inwestora do momentu, gdy przedsięwzięcie zacznie przynosić zyski, mogą służyć aktywa przedsiębiorstwa. Gdy tylko zacznie przynosić ono zyski, przedsiębiorca może zacząć stopniowo wykupywać udziały od funduszu VC (Durrani i Boocock, 2006).

Poza włączeniem do kontraktu z przedsiębiorcą odpowiednich instrumentów finansowych, fundusz może dokonać jeszcze kilku zmian w kontrakcie w celu zmniejszenia ryzyka. Warto dodać, że te zmiany byłyby raczej drobne, zatem islamskie instytucje finansowe nie powinny mieć problemu z ich implementacją.

VI. Uwagi końcowe

Finansowanie poprzez venture capital przynosi wiele korzyści zarówno gospodarce, jak i bezpośrednim uczestnikom transakcji. Szczególnie młodzi, niedoświadczeni przedsiębiorcy z obiecującymi pomysłami, ale niedysponujący wystarczająco dużym kapitałem mogą odnieść korzyści dzięki VC. Z kolei fundusze mają szansę osiągnąć znacznie wyższe stopy zwrotu w porównaniu z innymi rodzajami inwestycji.

Ponieważ venture capital promuje przedsiębiorczość i jest w dużej mierze zgodny z zasadami islamu może się wydawać, że islamskie rynki VC powinny być dobrze rozwinięte. Jednak w praktyce fundusze VC są rzadkością w krajach islamskich. Instytucje finansowe uważają modele mudaraba i musharaka, których konstrukcja jest bardzo podobna do zachodnich funduszy venture capital, za zbyt ryzykowne i niechętnie oferują je swoim klientom. Niemniej jednak należy podkreślić, że potencjał rozwoju islamskiego sektora venture capital jest duży, szczególnie z uwagi na kapitał zgromadzony w niektórych krajach islamskich, zwłaszcza tych położonych w regionie Zatoki Perskiej. Kapitał ten mógłby być skierowany do funduszy VC. Oprócz gotowości instytucji finansowych na wprowadzenie pewnych drobnych, aczkolwiek niezbędnych modyfikacji w oferowanych przez nich kontraktach finansowych, przy-

regulatory and legal system which would make PLS transactions less risky would be also beneficial.

datne byłyby również pewne zmiany w regulacjach prawnych.

Reference/Bibliografia

- [1] **Ante, S. E.** 2008, *Creative Capital. Gerges Doriot and the Birth of Venture Capital*. Boston: Harvard Business Press.
- [2] **Caselli, S.** 2010, *Private Equity and Venture Capital in Europe: Markets, Techniques and Deals*. Burlington: Academic Press.
- [3] **Çizakça, M.** 2011, *Islamic Capitalism and Finance: Origins, Evolution and the Future*, Cheltenham: Edward Elgar Publishing.
- [4] **Durrani, M., Boocock, G.** 2006, *Venture Capital, Islamic Finance and SMEs. Valuation, Structuring. Monitoring. Practices in India*. New York: Palgrave McMillan.
- [5] **Dusuki, A. W. ed.** 2011, *Islamic Financial System. Principles & Operations*. Kuala Lumpur: International Shari'ah Research, Academy of Islamic Finance.
- [6] **Gregoriou, G. N., Kooli, M., Kraeusl, R.** 2007, *Venture Capital in Europe*. Oxford: Butterworth-Heinemann.
- [7] **bint Hasan, R., Mikail, S. A., Arifin M.** 2011, *Historical Development of Islamic Venture Capital: an Appraisal*. *Journal of Applied Sciences Research*, 7 (13), pp. 2377-2384.
- [8] **Hasanuz Zaman, S. M.** 2001, *Conceptual Foundations of Riba in Qur'an, Hadith and Fiqh*. *Journal of Islamic Banking and Finance*, 18, 3-4, pp. 17-25.
- [9] **Kadem, A. R. K.** 2005, *Mudaraba. An Ancient Mode of Finance*. *Journal of Islamic Banking and Finance*, 22 (4), pp. 34-45.
- [10] **Rashid, S.** 2005, *Islamic Finance and Venture Capital: A Practical Approach*. In M. Iqbal, R. Wilson, eds. *Islamic Perspectives on Wealth Creation*. Edinburgh: Edinburgh University Press. Ch. 14.
- [11] **Sherman, A. J.** 2005, *Raising Capital*. New York: AMACOM.
- [12] **Schinsuke, N.** 2012, *Critical Overview of the History of Islamic Economics Formation, Transformation and New Horizons*. *Asian and African Area Studies*, 11 (2), pp. 114-136.
- [13] **Schoon, N.** 2010, *Islamic Banking and Finance*. London: Spiramus Press.
- [14] **UK Islamic Finance Secretariat**, March 2012, *Islamic Finance*.
- [15] **Warde, I.** 2000, *Islamic Finance in the Global Economy*. Edinburgh: Edinburgh University Press.
- [16] **White, S. B., Bingham, R. D., Hill, E. W.** 2003, *Financing Economic Development in the 21st Century*. New York: M. E. Sharpe.