

Warrant subskrypcyjny w polskim systemie prawnym

Warrant subskrypcyjny jest instrumentem finansowym zaliczonym do grupy papierów wartościowych. Należy na wstępie podkreślić fakt, że w polskim systemie prawnym brak jest generalnej definicji papieru wartościowego, która obejmowałaby swym zakresem wszystkie ich rodzaje. Brak jest też tożsamości pomiędzy pojęciem papieru wartościowego, jakim posłużył się ustawodawca w publicznym obrocie, a prywatnoprawnym pojęciem papieru wartościowego w znaczeniu kodeksowym.

Według teorii obiegowości, papierem wartościowym jest dokument inkorporujący w sobie określone prawo w ten sposób, że rozporządzenie dokumentem pociąga za sobą rozporządzenie prawem. W myśl teorii wykonania, dokument reprezentujący pewne prawo może mieć przymiot papieru wartościowego, jeśli warunkiem koniecznym realizacji tego prawa jest posiadanie dokumentu. Oznacza to, że w sytuacji, w której osoba uprawniona z papieru wartościowego nie przedłoży go osobie zobowiązanej, osoba zobowiązana może powstrzymać się od wykonania zobowiązania zawartego w danym papierze wartościowym.

Niewątpliwie druga z teorii ma szerszy zakres, gdyż obejmuje swym zakresem zarówno papiery wartościowe imienne, jak i na okaziciela. Pogląd akcentujący element obiegowości eliminuje z zakresu analizowanego pojęcia papiery wartościowe imienne. W tym przypadku przeniesienie praw z dokumentów imiennych następuje w drodze przelewu połączonego z wydaniem dokumentu. Zarówno nauka prawa, jak i ustawodawca, opowiedzieli się za szerszym

ujęciem papieru wartościowego. Stwierdzenie to jest uzasadnione chociażby ze względu na fakt, że w przepisie z art. 9218 k.c. ustawodawca przewidział możliwość kreowania papierów wartościowych imiennych.

Zarówno doktryna, jak i orzecznictwo sądowe, zgodnie akceptują obowiązywanie w polskim systemie prawnym zasady *numerus clausus* papierów wartościowych. Oznacza ona, że podstawą nadania dokumentowi danego rodzaju charakteru papieru wartościowego może być tylko przepis prawa, wyłączone jest natomiast kreowanie papierów wartościowych poprzez czynności prawne. W związku z tym, mogą być tworzone i emitowane wyłącznie takie papiery,

które wyraźnie zostały przewidziane przez prawo. Trzeba jednak zaznaczyć, że w literaturze pojawiały się również poglądy przeciwko funkcjonowaniu zasady *numerus clausus*, w których podnoszono przede wszystkim brak wyraźnego, ustawowego zakazu kreowania nienazwanych papierów wartościowych, jak również możliwość kreowania takich papierów na

podstawie generalnej zasady swobody zawierania umów z art. 3531 k.c. Wyraźnie dostrzega się w piśmiennictwie przewagę zwolenników akceptujących funkcjonowanie omawianej zasady.

Nie ulega wątpliwości, że warrant subskrypcyjny jest nowym rodzajem papieru wartościowego. Przesądza o tym wprost przepis z art. 3 pkt 1 ObrIFin, zgodnie z którym papierami wartościowymi są: akcje, prawa poboru w rozumieniu przepisów ustawy z dnia 15 września 2000 r. - Kodeks spółek handlowych (Dz. U. Nr 94, poz. 1037, ze zm.), prawa do akcji, warrant





subskrypcyjne, kwity depozytowe, obligacje, listy zastawne, certyfikaty inwestycyjne i inne zbywalne papiery wartościowe, w tym inkorporujące prawa majątkowe odpowiadające prawom wynikającym z akcji lub z zaciągnięcia długu, wyemitowane na podstawie właściwych przepisów prawa polskiego lub obcego, a także inne zbywalne prawa majątkowe, które powstają w wyniku emisji, inkorporujące uprawnienie do nabycia lub objęcia papierów wartościowych określonych powyżej, lub wykonywane poprzez dokonanie rozliczenia pieniężnego (prawa pochodne).

Warranty subskrypcyjne są dokumentami mogącymi reprezentować prawa udziałowe w dwóch spółkach handlowych, tj. w spółce akcyjnej i w spółce komandytowo-akcyjnej. Do realizacji uprawnień w nich zawartych każdorazowo niezbędne jest ich posiadanie, z czego wynika, że nie można przenieść uprawnienia z warrantu subskrypcyjnego bez przeniesienia samego warrantu. Nadto, warranty subskrypcyjne mogą występować jako papiery wartościowe imienne, legitymujące osobę imiennie wskazaną w treści dokumentu, jak i na okaziciela, legitymując osobę posiadacza dokumentu. Ze uwagi na fakt, że warrant subskrypcyjny może być dokumentem na okaziciela, może być tym samym przedmiotem obrotu na giełdzie papierów wartościowych.

Problemem może być zakwalifikowanie warrantu subskrypcyjnego jako papieru wartościowego konstytutywnego albo deklaratywnego. Wydaje się, że warrant subskrypcyjny, podobnie jak inne papiery o charakterze wierzyielskim, należy do grupy papierów konstytutywnych, gdyż prawo ucieleśnione w dokumencie powstaje dopiero w chwili jego wystawienia.

W myśl przepisu z art. 2 ust. 1 pkt 1 ObrIFin, instrumentami finansowymi w rozumieniu ustawy są papiery wartościowe. Tym samym warrant subskrypcyjny, jako papier wartościowy, jest instrumentem finansowym w rozumieniu powyższej ustawy.

Pojęcie warrantu nie ma jednoznacznej konotacji terminologicznej. Wynika to stąd, że w obrocie prawnym występują zróżnicowane konstrukcje prawne, określane mianem warrantów, przy czym o ich specyfice każdorazowo przesądza odmienny charakter prawny determinowany różnymi funkcjami gospodarczymi.

Warranty subskrypcyjne zostały wprowadzone do polskiego systemu prawnego przez ustawę z dnia

12 grudnia 2003 r. o zmianie ustawy Kodeks spółek handlowych oraz niektórych innych ustaw, która weszła w życie w dniu 15 stycznia 2004 roku. Na podstawie powyższej ustawy, regulacje odnoszące się do warrantów subskrypcyjnych zostały wprowadzone w czterech artykułach k.s.h., tj. w art. 444 § 7, art. 448 § 2 pkt 3, art. 450 § 1 pkt 4 i art. 453 § 2 i 3.

Legalna definicja warrantów subskrypcyjnych wyrażona została przez ustawodawcę w art. 453 § 2 k.s.h. Zgodnie z nią, w celu podwyższenia kapitału zakładowego zgodnie z przepisami o kapitale docelowym i warunkowym, spółka może emitować papiery wartościowe imienne lub na okaziciela uprawniające ich posiadacza do zapisu lub objęcia akcji, z wyłączeniem prawa poboru. W świetle brzmienia wyżej cytowanego przepisu nie ulega wątpliwości, że warranty subskrypcyjne stanowią papier wartościowy w rozumieniu konstrukcji ocenianej przez pryzmat art. 9216 k.c.

Warrant subskrypcyjny jest zatem papierem wartościowym o charakterze wierzyielskim, który nie posiada ceny nominalnej (ang. face value). Zawiera on w sobie dwa odmienne, alternatywne, uprawnienia, a mianowicie uprawnienie do złożenia zapisu na akcje w ramach kapitału docelowego (na podstawie art. 453 § 2 k.s.h. w związku z art. 444 § 7 k.s.h.) albo uprawnienie do objęcia akcji nowej emisji w związku z warunkowym podwyższeniem kapitału zakładowego (na podstawie art. 453 § 2 k.s.h. w związku z art. 448 § 2 pkt 3 k.s.h.).

Ogólnie rzecz ujmując, papier ten uprawnia do subskrybowania akcji nowej emisji na warunkach określonych w treści tego papieru wartościowego, z wyłączeniem prawa poboru. Stanowi on swego rodzaju prawo poboru akcji nowej emisji z tym, że niekoniecznie przysługujące dotychczasowym akcjonariuszom.

Użycie przez ustawodawcę predykatu „subskrypcyjny” ma na celu przede wszystkim odróżnienie go od warrantów towarowych.

Warranty subskrypcyjne są zbywalnymi tytułami prawnymi, służącymi pozyskiwaniu kapitału zakładowego. Emitowane są przez spółkę na mocy i w granicach uchwały walnego zgromadzenia o emisji warrantów subskrypcyjnych. To, czy uprawnienia wynikające z warrantów subskrypcyjnych będą miały szczególne uprawnienia, zależy wyłącznie od treści wymienionej uchwały walnego zgromadzenia.

Warranty subskrypcyjne dają ich posiadaczom prawo do nabycia akcji nowej emisji, na które



zostały wystawione, w określonym terminie i na określonych warunkach, po wyznaczonej z góry cenie umownej. Warranty subskrypcyjne są nieodwołalnym i bezwarunkowym zobowiązaniem emitenta do wydania zakupionych akcji. Termin wykonania uprawnienia z warrantów subskrypcyjnych nie może być dłuższy niż dziesięć lat.

Z omawianej definicji pośrednio wynika też, że warrant subskrypcyjny opiewający na wierzytelność o charakterze niepieniężnym, bowiem o czym wcześniej była mowa - jej przedmiotem jest uprawnienie posiadacza warrantu do zapisu lub objęcia akcji.

Na koniec rozważenia wymaga kwestia, jak należy rozumieć w omawianej definicji warrantu subskrypcyjnego ostatnią część zdania „z wyłączeniem prawa poboru”. Stuszne wydaje się stanowisko prezentowane przez M. Litwińską, zgodnie z którym ustawodawca założył automatyczne wyłączenie prawa poboru akcjonariuszy, w stosunku do emisji akcji dokonywanej w związku z realizacją uprawnień wynikających z warrantów, bez konieczności wyłączenia prawa poboru akcji nabywanych w ramach wykonywania uprawnień z warrantu w drodze stosownej uchwały.

W literaturze wskazuje się na szereg funkcji warrantów subskrypcyjnych. Przede wszystkim, emisja warrantów subskrypcyjnych z założenia powinna doprowadzić do podwyższenia kapitału zakładowego spółki przy wykorzystaniu jednego z dwóch dostępnych trybów szczególnych, tj. w trybie przepisów o docelowym podwyższeniu kapitału zakładowego, jak i w trybie przepisów o kapitale warunkowym, a zatem do zasilenia spółki w kapitał. Zainteresowanie wyemitowanymi

warrantami powinno pomóc emitentowi ocenić atrakcyjność akcji przyszłej emisji w oczach inwestorów. Jeśli zostanie przeprowadzona przez spółkę publiczną emisja warrantów subskrypcyjnych i nie spotka się ona z zainteresowaniem inwestorów, można przewidywać, jakie będzie zainteresowanie na rynku akcjami spółki. A zatem, warrantom można przypisać spełnianie funkcji ocennej.

Emisja warrantów subskrypcyjnych uprawniających do zapisu na akcje, jak i warrantów subskrypcyjnych uprawniających do nabycia akcji nowej emisji, pozwala na weryfikację przez emitenta potencjalnego kręgu nabywców akcji. Tym samym warrantom można przypisać kolejną funkcję - obronną, tzn. instrument obrony spółki przed wrogim przejęciem.

W pełni uzasadnione wydaje się przyznanie warrantom subskrypcyjnym funkcji, którą można by określić jako funkcję motywacyjną. Emisja warrantów subskrypcyjnych może być skierowana do członków zarządu, rady nadzorczej i pracowników spółki, stanowiąc z jednej strony mechanizm niepieniężnego wynagradzania tych osób, jak i motywując ich do pracy na rzecz spółki. Kolejną funkcję określa się jako zabezpieczającą. Warrant subskrypcyjny można wykorzystać w celu zabezpieczenia kredytu udzielanego spółce przez banki w przypadku, kiedy jej sytuacja wymaga szybkiego wzmocnienia finansowego. Bank udzielający kredytu spółce otrzymuje instrument umożliwiający mu uzyskanie pozycji prawnej uczestnika spółki.

Wiktor Czeszejko-Sochacki
Lipiec, 2007

