

Henryk Mamcarz

Warrant akcyjny : konstrukcja i funkcjonowanie instrumentu

Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H, Oeconomia 43,
211-222

2009

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej bazhum.muzhp.pl, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

HENRYK MAMCARZ

*Warrant akcyjny. Konstrukcja
i funkcjonowanie instrumentu*

Stock purchase warrant. Construction and functioning of the instrument

Abstrakt: Istotnym segmentem rozwiniętych rynków finansowych jest rynek warrantów, w tym zwłaszcza rynek akcyjnych warrantów kupna (*stock purchase warrants, stock call warrants*). Warranty akcyjne należą do instrumentów pochodnych o dość złożonej konstrukcji, a znajomość jej podstawowych elementów jest jednym z czynników determinujących podejmowanie właściwych decyzji inwestycyjnych. Celem artykułu jest analiza podstawowych elementów konstrukcji (wyposażenia) warrantów akcyjnych, które – poprzez wpływ na cenę – determinują popyt na te instrumenty finansowe. Jest to głównie analiza teoretyczna, jednak poparta przykładami empirycznymi notowań giełdowych tych instrumentów finansowych.

WPROWADZENIE
Introduction

Rynek warrantów w krajach o od dawna funkcjonujących rynkach finansowych należy do prężnie rozwijających się segmentów tych rynków. Odnośnie jednak do rodzajów istniejących warrantów występuje trudny do przezwyciężenia chaos pojęciowy. W celu jasności rozważań należy dokonać ścisłego rozgraniczenia między podstawowymi rodzajami warrantów, tj. warrantami klasycznymi, warrantami pokrytymi (*covered warrants*) oraz warrantami nagimi (*naked warrants, uncovered warrants*).¹

¹ E. Neuhöfer, *Der deutsche Optionsmarkt*, [w:] Demuth, *Geldanlage mit Optionscheinen*, Gabler Verlag, Wiesbaden 1998, s. 5.

Warranty klasyczne są powiązane z emisją oprocentowanych obligacji (*bonds with warrants*), a po oddzieleniu od tych obligacji stają się przedmiotem odrębnego obrotu giełdowego (*warrants ex*). Ich źródłem są akcje emitenta pochodzące z warunkowego podwyższenia kapitału. Podstawą emisji warrantów pokrytych nie są natomiast akcje emitenta, lecz wydzielone zasoby akcji innych spółek znajdujące się w jego posiadaniu lub przeciwne (długie) pozycje w opcjach kupna na te akcje. Warranty nagie są natomiast ogólnym pojęciem dla tych, które nie są emitowane łącznie z obligacjami i obejmują inkorporowane w nich prawa opcyjne wszelkiego rodzaju. Są emitowane na niebędące w dyspozycji emitenta zasoby akcji innych spółek. W przeciwieństwie do warrantów pokrytych mogą jednak dawać inwestorowi równocześnie prawo do nabycia akcji emitenta. W tym ostatnim przypadku określa się je mianem „nagich” warrantów pokrytych („*naked covered warrants*”). Przedmiotem rozważań w niniejszym artykule będą warranty akcyjne, dające inwestorowi prawo do nabycia akcji emitenta (warranty kupna), niezależnie od tego, czy były emitowane łącznie z obligacjami, czy jako samodzielne instrumenty finansowe.

ELEMENTY KONSTRUKCJI WARRANTU Elements of the construction of the warrant

Głównym czynnikiem decydującym o popycie na warranty akcyjne jest przede wszystkim pozytywna prognoza zmian kursów akcji. Istotne znaczenie mają jednak elementy wyposażenia warrantu, określone przez warunki emisji zawarte w prospekcie emisyjnym.

Do wyposażenia warrantu – poza instrumentem bazowym (akcjami) – należą następujące elementy: mnożnik, cena wykonania, pierwotny termin wygaśnięcia, prawo do dywidendy oraz uprawnienia dodatkowe.

Mnożnik (*Multiplier*)

Mnożnik określa liczbę akcji, którą może nabyć posiadacz warrantu (inwestor) w przypadku jego wykonania. Wartość mnożnika wynosi najczęściej jeden (1), tzn. jeden warrant daje prawo do nabycia jednej akcji. Są jednak również warranty o mnożnikach różnych od jedności, nawet bardzo wysokich (np. 100:1) lub bardzo niskich (np. 1:40). W pierwszym przypadku inwestor posiadający jeden warrant może nabyć znaczną liczbę akcji, w drugim natomiast do nabycia jednej akcji musi posiadać dużą liczbę warrantów. W notowaniach giełdowych będą to odpowiednio warranty drogie i warranty tanie. Przy okazji warto wskazać, że w publikacjach giełdowych mnożniki mogą być podawane w relacji odwrotnej do powyższych przykładów, czyli odpowiednio: 1:100 oraz 40:1. Mnożnik jest z reguły wielkością stałą w okresie od emisji warrantu aż do jego wygaś-

nięcia. Zmiany wartości mnożników mają najczęściej miejsce w związku z zawartymi w wyposażeniu warrantów klauzulami chroniącymi inwestora przed rozwodnieniem kapitału w wyniku np. emisji akcji gratis, nowych emisji, obligacji zamiennych itp. Pojawiają się wtedy nieco „dziwne” wartości mnożników, np. 1,0726:1.

Mnożnik w wysokości jeden ma tę zaletę, że umożliwia porównywalność warrantów, tzn. jego kurs odnosi się zawsze do jednej akcji. W przypadku warrantów o mnożnikach różnych od jedności w celu zapewnienia porównywalności należy dokonać ich tzw. homogenizacji, dzieląc kurs warrantu przez mnożnik. Otrzymujemy wtedy tzw. warrant jednorodny, uprawniający (teoretycznie) do nabycia jednej akcji. Należy również wskazać na fakt, że w momencie wykonywania warrantu musi on zostać zrealizowany w całości, tzn. musi zostać nabyta określona przez mnożnik liczba akcji.

Przykłady warrantów emitowanych przez banki na akcje innych spółek zawiera tabela 1.

Tab. 1. Mnożniki i kursy wybranych warrantów akcyjnych (giełda akcji w Zürichu i Frankfurtie, notowanie: 28.11.2008 r.)

Multipliers and prices of the selected purchase warrants (stock exchange in Zürich and Frankfurt, quotation: 28.11.2008)

| Emitent (bank) | Instrument bazowy (akcje spółki) | Mnożnik | Kurs warrantu (euro) | Kurs warrantu jednorodnego (euro) |
|---------------------|----------------------------------|-----------|----------------------|-----------------------------------|
| Commerzbank | Lanxess | 1:1 | 1,34 | 1,34 |
| ABN AMRO | HSBC | 1:2 | 0,011 | 0,022 |
| Merrill Lynch | Allianz | 1:40 | 0,081 | 3,24 |
| Basler Kontonalbank | Syngenta N | 100:1 | 0,09 | 0,0009 |
| Lang&Schwarz | Merck KgAA | 9,7526:1 | 0,030 | ≈0,0031 |
| Goldman Sachs | Banco Santander | 1,0726:1 | 0,200 | ≈0,1864 |
| BNP Paribas | PORSCHE SE Vz | 0,10127:1 | 0,051 | ≈0,5036 |

Źródło: www.scoach.de/DE/Showpage.aspx?pageID=181, opracowanie własne.

Z tabeli 1 wynika, iż wartości mnożników mogą być bardzo różne: wysokie, niskie oraz opiewające na ułamkowe części akcji; w tym ostatnim przypadku chodzi o tzw. „nierówne” wartości mnożników. Ponieważ nie można nabywać ułamkowych części akcji, stąd przy wykonywaniu warrantów, zamiast fizycznej dostawy akcji, niezbędne jest wyrównanie pieniężne. Warto również zwrócić uwagę na niskie kursy warrantów. Są one przejawem kryzysu finansowego na rynkach akcji (notowanie 28.11.2008 r.), kiedy pesymistyczne prognozy rozwoju tych rynków zniechęcają skutecznie inwestorów nie tylko do inwestowania w akcje, ale przede wszystkim w warranty (tzw. efekt „maczugi”).

Cena wykonania (*Exercise price*)

Cena wykonania (*exercise price, strike price*) jest wielkością, po której inwestor ma prawo nabycia określonej przez mnożnik liczby akcji. Dolną granicę ceny wykonania stanowi ustalona prawem wartość nominalna, ponieważ akcje nie mogą być emitowane po cenie niższej od wartości nominalnej. W praktyce granica ta nie ma istotnego znaczenia, gdyż ceny wykonania są ustalane powyżej wartości nominalnej. Abstrahujemy tu od wprowadzanych coraz częściej na rynki kapitałowe tzw. akcji beznominałowych (ang. *no par value stocks*, niem. *nennwertlose Aktien*), gdzie ten problem w ogóle nie występuje. W sensie teoretycznym nie ma górnej granicy dla ceny wykonania. Emitent jest oczywiście zainteresowany wysoką ceną wykonania, gdyż po zrealizowaniu warrantu osiąga pewną nadwyżkę dochodu ponad wartość nominalną. W praktyce barierą dla podwyższania ceny wykonania stanowi aktualny kurs akcji i oczekiwania inwestorów co do jego zmian w przyszłości. Wysoka cena wykonania odstrasza potencjalnych nabywców, a ponadto emitent musi się liczyć z prawdopodobieństwem wygaśnięcia warrantów, co niweczyłoby możliwości pozyskania kapitału w przyszłości.

Cena wykonania może być określona jako cena stała, cena zmieniana skokowo, cena podwyższana sukcesywnie oraz cena obniżana pod koniec okresu ważności warrantu. Cena wykonania warrantu jest z reguły stała, ale może być również zmieniana. Skokowy wariant zmiany ceny oznacza jej podwyżkę lub obniżkę w równych odstępach czasu, np. co dwa lata w okresie ważności warrantu. Przez podwyżkę ceny wykonania emitent wymusza na inwestorze szybką realizację warrantu, a obniżając cenę wykonania, przesuwając jego realizację na okres późniejszy. Reakcja inwestora powodowana jest tym, iż wartość warrantu *ceteris paribus* obniża się (rośnie) w takiej mierze, jak rośnie (obniża się) cena wykonania w okresie ważności warrantu. Wariant sukcesywnej zmiany ceny oznacza jej podwyżkę w zależności od wysokości kursu akcji. Ma to miejsce wtedy, gdy kurs akcji jest wyższy od ceny wykonania i jest ona codziennie podwyższana o pewien procent różnicy między kursem akcji a ceną wykonania. Emitent, podobnie jak w przypadku poprzednim, przyspieszy wykonanie warrantu. Warunki emisji mogą również przewidywać możliwość obniżki przez emitenta ceny wykonania pod koniec ważności warrantu, jeżeli jest ona wyższa od kursu akcji. Pozwala to uniknąć sytuacji, w której warranty wygasną z wszelkimi negatywnymi skutkami nie tylko dla inwestorów, ale także dla spółki. Celem klauzul umożliwiających zmiany ceny wykonania jest tworzenie warunków do wykonania warrantów, gdyż spółka otrzyma wtedy pożądany dopływ kapitału. W przypadku cen zmiennych komplikuje się oczywiście problem wyceny warrantów, co niekoniecznie oddziałuje bodźcowo na potencjalnych inwestorów. Zmienne ceny wykonania należą na szczęście do rzadkości.² Opisane tu

² H. Sieper, *Geldanlage professionell*, Gabler Verlag, Wiesbaden 1998, s. 204.

przypadki cen zmiennych nie dotyczą sytuacji, gdy są one rezultatem innych celowych działań spółki (klauzule chroniące inwestora przed rozwodnieniem kapitału).

Istotny jest również problem, w jakiej walucie jest uiszczana cena wykonania podczas realizacji warrantu. Walutą tą może być: waluta własna (krajowa) inwestora, waluta obca oraz „obligacje”. Warunki emisji dają często inwestorowi możliwość wyboru: gotówka lub obligacje.

Cena wykonania jest uiszczana najczęściej w walucie własnej inwestora. Jeżeli w tej walucie są notowane równocześnie akcje, to w tej sytuacji jest zapewniona prostota w wycenie warrantów. Cena wykonania, co należy raczej do wyjątków, może być wyrażana w walucie obcej, podczas gdy warrant jest notowany w walucie krajowej. Spółka ponosi wtedy ryzyko deprecjacji waluty obcej i w konsekwencji po wykonaniu warrantu może pozyskać znacznie mniejsze środki, przeliczone na walutę krajową. W celu zabezpieczenia się przed taką ewentualnością warunki emisji mogą zawierać klauzulę umożliwiającą spółce wypowiedzenie warrantu, co ogranicza szanse inwestorów odniesienia korzyści z deprecjacji waluty obcej.

Z punktu widzenia inwestora problem inwestycji jest bardziej skomplikowany w sytuacji, gdy cena wykonania jest wyrażona w walucie obcej, a równocześnie dwa inne niezbędne w ocenie warrantów komponenty (kurs akcji, kurs warrantu) są wyrażone w walucie obcej lub w różnych walutach (krajowej i obcej). Połączenie w różnych konfiguracjach kursu warrantu, kursu akcji i ceny wykonania w zależności od rodzaju waluty pozwala wyróżnić cztery występujące w praktyce przypadki notowań warrantów (tabela 2).

Tab. 2. Warianty kursów walut
Variants of the currency prices

| Wyszczególnienie | Waluta | | | |
|------------------|--------|--------|--------|--------|
| | 1 | 2 | 3 | 4 |
| Kurs warrantu | obca | własna | własna | obca |
| Kurs akcji | obca | obca | własna | własna |
| Cena wykonania | obca | obca | obca | obca |

Źródło: Opracowanie własne.

Wymienione w tabeli 2 przypadki mają dla inwestora znaczenie w ocenie rentowności inwestycji, w sytuacji gdy nie dysponuje on w ogóle walutą obcą i prowadzi rachunek efektywności inwestycji w walucie własnej.

Tabela 3 zawiera przykłady warrantów notowanych na giełdach, będące empiryczną ilustracją przypadków wymienionych w tabeli 2, rozpatrywane z punktu widzenia inwestora, dla którego walutą własną jest euro.

W przypadku gdy kurs warrantu, kurs akcji i cena wykonania są wyrażone w walucie obcej, nabycie warrantu nie różni się z punktu widzenia ryzyka wal-

towego od inwestycji w akcje emitenta zagranicznego. Aprecjacja waluty obcej, zwłaszcza przy zmiennych kursach walutowych, oznacza dla inwestora dodatkowy zysk, a deprecjacja działa na jego niekorzyść. Kolejny przypadek stanowi warrant notowany w walucie własnej, gdy kurs akcji i cena wykonania są podawane w walucie akcji. Aprecjacja waluty obcej, podobnie jak w poprzednim przypadku, prowadzi do wzrostu kursu warrantu. Wynika to stąd, że podczas wykonania warrantu inwestor w celu uiszczenia ceny wykonania musi nabyć walutę obcą. Gdy natomiast warrant i akcja są notowane w walucie własnej, a cena wykonania jest wyrażona w walucie obcej, to zmiana kursu waluty obcej dotyczy tylko ceny wykonania, a nie kursu akcji. Przy wykonaniu warrantu inwestor, podobnie jak wyżej, musi nabyć walutę obcą. Aprecjacja waluty obcej powoduje wzrost ceny wykonania (przy stałej cenie akcji) i oznacza spadek kursu warrantu; odwrotnie będzie w sytuacji deprecjacji waluty obcej. Odnosi się to również do ostatniego przypadku, gdy akcja jest notowana w walucie własnej, a kurs warrantu i cena wykonania są podawane w walucie obcej.

Tab. 3. Wybrane przykłady warrantów akcyjnych notowanych na giełdzie w Zürichu i Frankfurcie
Selected examples of the stock purchase warrants quoted on stock exchange in Zürich and Frankfurt

| | Kurs warrantu | Kurs akcji | Cena wykonania | Emitent (bank) | Instrument bazowy (akcja spółki) |
|-------------------|-------------------|-------------------|--------------------|----------------|----------------------------------|
| Waluta | obca | obca | obca | X | X |
| | frank szwajcarski | frank szwajcarski | frank szwajcarski | Credit Suisse | Credit Suisse |
| | własna | obca | obca | X | X |
| | euro | dolar amerykański | dolar amerykański | ABN AMRO | Biogen Indec |
| | euro | jen japoński | jen japoński | Goldman Sachs | Nomura |
| | własna | własna | obca | X | X |
| | euro | euro | dolar australijski | ABN AMRO | Rio Tinto |
| | euro | euro | frank szwajcarski | Bank Vontobel | Danon |
| | obca | własna | obca | X | X |
| | frank szwajcarski | euro | frank szwajcarski | Bank Sarasin | Synthes |
| frank szwajcarski | euro | dolar amerykański | Bank Vontobel | Yahoo | |

Źródło: www.scoach.de/DE/Showpage.aspx?pageID=18, opracowanie własne.

Warunki emisji mogą również dopuszczać uiszczenie ceny wykonania w obligacjach odłączonych od warrantu w drodze wykonania opcji wypowiedzenia obligacji przez inwestora. Emitent ma wtedy obowiązek przyjąć obligacje teoretycznie po cenie równej, wyższej lub niższej od nominału i dostarczyć inwestorowi odpowiednią liczbę akcji. Inwestor skorzysta na tej transakcji najwięcej wtedy, gdy nabył obligacje po cenie niższej od nominału, a „wykup” nastąpi po cenie równej lub wyższej od nominału. Skutkuje to podobnie jak obniżenie ceny wykonania.³ Należy również dodać, że w przypadku wystąpienia różnicy między

³ G. F. Do11, H. P. Neuroth, *Internationale Optionsscheine*, DNI Verlag, Köln 1997, s. 183.

dzy sumą wartości wypowiedzianych obligacji a sumą cen wykonania warrantów jest ona rozliczana w gotówce.

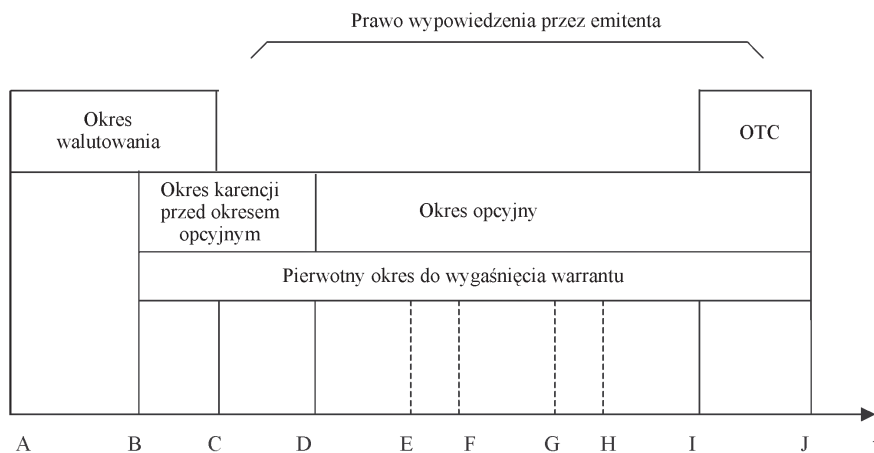
Pierwotny termin wygaśnięcia (*Primary time to maturity*)

Pierwotny okres wygaśnięcia oznacza czas od dnia emisji obligacji do dnia, w którym warrant może być po raz ostatni wykonany. Po tym dniu prawo opcji wygasa, a niezrealizowany warrant staje się bezwartościowy. Okres ten nie musi pokrywać się z pierwotnym terminem do wykupu obligacji i jest z reguły dłuższy. Jak już wspominaliśmy, może on zostać skrócony w drodze wypowiedzenia warrantu przez emitenta. Do tej samej obligacji mogą być również dołączone warianty z różnymi okresami do wygaśnięcia, z warrantami wiecznymi włącznie.

Bliższa analiza pierwotnego okresu wygaśnięcia warrantu pozwala wyróżnić w nim krótsze okresy specyficzne:

- ♦ okres początkowy uwarunkowany problemami natury techniczno-organizacyjnej związanymi z emisją, kiedy warrant nie może być wykonany; jest to okres karencji przed tzw. okresem opcyjnym,
- ♦ okres opcyjny, w którym warrant może być w zasadzie zawsze wykonany z wyjątkiem wewnętrznych okresów karencji.

Szczegółową strukturę pierwotnego okresu wygaśnięcia warrantu ilustruje rysunek.



Rys. Struktura pierwotnego okresu do wygaśnięcia warrantu

Structure of the primary time to maturity

Legenda: A – dzień ustalenia warunków emisji, B – dzień waluty obligacji, C – dzień oddzielenia warrantu od obligacji, D – pierwszy dzień okresu opcyjnego, E–F, G–H – podokresy wewnątrz okresu opcyjnego, I – ostatni dzień obrotu giełdowego, J – ostatni dzień okresu opcyjnego, B–J – pierwotny okres wygaśnięcia warrantu.

Źródło: H. S i e p e r, *Geldanlage professionell*, Gabler Verlag, Wiesbaden 1998, s. 204.

Pierwotny okres wygaśnięcia rozpoczyna się w dniu waluty obligacji (B), który można uznać za początek emisji, a kończy się w ostatnim dniu okresu opcyjnego, uważanego za dzień wygaśnięcia warrantu (J). Od momentu określenia warunków wyposażenia (A) aż do momentu oddzielenia warrantu od obligacji (C), czyli w tzw. okresie walutowania, odbywa się handel pozagiełdowy „na termin”, w którym inwestorzy prowadzą ożywioną spekulację bez angażowania kapitału. W całym okresie do wygaśnięcia warrantu – poza okresami karencji – staje się on przedmiotem obrotu giełdowego. Abstrahując od okresu karencji przed okresem opcyjnym, ustalenie wewnętrznych okresów karencji (E-F, G-H) odbywa się w trosce o przejrzystość zarówno głosowań na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy (WZA), jak i stosunków kapitałowych. Dotyczą one okresów odbywania WZA, przyznawania akcjonariuszom praw poboru akcji i obligacji zamiennych oraz okresu zakończenia roku gospodarczego. Ponieważ wartość warrantu obniża się wraz ze zbliżającym się okresem wygaśnięcia, stąd też krótsze okresy karencji oddziaływać mogą w kierunku wzrostu kursu warrantu.⁴ W ocenie warrantu przez inwestorów ważny jest cały okres życia warrantu.

Prawo do dywidendy i uprawnienia dodatkowe *(Dividend right and additional rights)*

Prawo do dywidendy z akcji nabytych w wyniku wykonania warrantu może być realizowane jako:

- ♦ pełne uprawnienie do dywidendy w roku następnym po wykonaniu warrantu,
- ♦ pełne uprawnienie do dywidendy za rok, w którym warrant został wykonany,
- ♦ pełne uprawnienie do dywidendy za rok, w którym inwestor zgłosił zamiar jego wykonania.

W ostatnim przypadku oznacza to zrównanie z prawem do dywidendy od akcji będących aktualnie przedmiotem obrotu. Z punktu widzenia posiadacza warrantu gradacja korzyści ze stosowanych rozwiązań następuje w kolejności odwrotnej do wymienionej. W praktyce najczęściej stosowane jest rozwiązanie drugie.⁵

Uprawnienia dodatkowe oznaczają zawarte w wyposażeniu warrantu szczególne gwarancje (klauzule), które mają zapewnić inwestorowi określone prawa w przypadku „nadzwyczajnych” działań podejmowanych przez spółkę. Należą do nich⁶:

⁴ G. F. Doll, H. P. Neuroth, *op. cit.*, s. 182.

⁵ *Ibid.*, s. 184.

⁶ G. Weger, *Optionsscheine als Anlagealternative*, Gabler Verlag, Wiesbaden 1985, s. 26–28.

- 1) działania, które mogą prowadzić do wygaśnięcia prawa opcji,
- 2) działania, które mogą prowadzić do obniżenia wartości warrantu,
- 3) działania, które mogą prowadzić do podwyższenia wartości warrantu.

Do działań, które mogą prowadzić do wygaśnięcia prawa opcji, należą: fuzje, przekształcenia i likwidacja spółki. Wykonanie warrantu nie jest wtedy możliwe, ponieważ akcje pierwotnie istniejących spółek przestają być przedmiotem obrotu. W celu ochrony posiadaczy warrantów warunki emisji przewidują przyznanie im praw opcji na akcje nowej spółki w przypadku fuzji i przekształceń, nie chronią ich natomiast w przypadku całkowitej likwidacji spółki; inwestor może uniknąć tu straty jedynie w wyniku wcześniejszego wykonania warrantu.

Do działań, które mogą prowadzić do obniżenia wartości warrantu, należą:

- ♦ wypłaty z zysku (dywidendy, bonusy),
- ♦ działania, które prowadzą do rozwodnienia kapitału,
- ♦ split (podział) akcji.

Z działaniami tymi są związane dodatkowe uprawnienia inwestora, które noszą nazwę klauzul chroniących go przed rozwodnieniem kapitału. Stały się one istotną częścią składową warunków emisji i nie są bez znaczenia w ocenie warrantów.⁷

Wypłaty z zysku, zwłaszcza wysokie, oznaczają odpływ określonych środków finansowych ze spółki, co może się odbić na spadku wartości warrantu. Ponieważ inwestorzy nie otrzymują tego rodzaju wypłat, a warrant w swej koncepcji nie jest papierem dywidendowym, to warunki emisji nie przewidują rekompensaty ewentualnych strat. Dla posiadaczy warrantów akumulacja zysku, podnosząca wartość wewnętrzną akcji, jest korzystniejsza niż wypłata dywidend.

Do działań, które prowadzą do rozwodnienia kapitału, należą:

- zwykłe podwyższenie kapitału,
- podwyższenie kapitału ze środków spółki,
- warunkowe podwyższenie kapitału.

Zwykłe podwyższenie kapitału polega na emisji akcji nowych, których cena emisyjna kształtuje się na poziomie niższym od aktualnego kursu akcji. Im większa jest ta różnica, tym większe jest rozwodnienie kapitału, a tym samym niższy będzie średni (rachunkowy) kurs akcji. Akcjonariusz otrzymuje wtedy prawo poboru akcji z nowych emisji, którego celem jest niedopuszczenie do zmiany układu sił na WZA oraz do szkody w jego majątku.⁸ Spadek kursu akcji prowadzi jednak do obniżenia kursu warrantu.

⁷ G. F. Doll, H. P. Neuroth, *op. cit.*, s. 184.

⁸ U. Terstege, *Bezugsrechte bei Kapitalerhöhungen*, Gabler Verlag, Wiesbaden 2001, s. 183.

Podwyższenie kapitału ze środków spółki (nominalne podwyższenie kapitału) polega na oferowaniu akcjonariuszowi dywidendy kapitałowej bezpośredniej wypłacanej z zysku lub dywidendy kapitałowej pośredniej w wyniku przekształcania części kapitału zapasowego w kapitał zakładowy. Akcjonariusze otrzymują wtedy tzw. akcje gratis, których „cena emisyjna” wynosi zero, stąd też prowadzi to do szczególnie wysokiego rozwodnienia kapitału. Istniejący majątek spółki zostaje rozdzielony na większą liczbę akcji. W rezultacie obniża się kurs akcji i w konsekwencji spada wartość warrantu.

Warunkowe podwyższenie kapitału polega na emisji obligacji zamiennych i obligacji z warrantem ze skutkiem podobnym jak w przypadku zwykłego podwyższenia kapitału. W tych sytuacjach akcjonariuszom przyznaje się prawo poboru, a więc są oni faworyzowani w stosunku do posiadaczy warrantów, jeżeli ci nie są chronieni przez spółkę przed rozwodnieniem kapitału.

W przypadku wymienionych sposobów podwyższania kapitału prowadzących do jego rozwodnienia posiadacze warrantów w wyniku spadku ich wartości byłiby narażeni na straty w sytuacji braku wyraźnych regulacji ochronnych w warunkach emisji. W wyposażeniu warrantu przewidziane są wtedy następujące klauzule ochronne:

- ♦ przy podwyższeniu kapitału ze środków spółki przyznanie posiadaczowi warrantu praw poboru akcji tak jak akcjonariuszowi lub podwyższenie mnożnika gwarantującego mu w momencie wykonania warrantu otrzymanie dodatkowych akcji,
- ♦ przy zwykłym i warunkowym podwyższaniu kapitału obniżka ceny wykonania warrantu, jeżeli jest ona wyższa odpowiednio od ceny emisyjnej akcji nowych, ceny zmiany obligacji zamiennych i ceny poboru akcji w przypadku obligacji z warrantem.

Obniżka ceny wykonania odbywa się wg następującej formuły⁹:

$$O = \frac{E - C}{M + 1}$$

gdzie: O – kwota obniżki, E – stara cena wykonania, C – cena emisyjna akcji nowych przy zwykłym podwyższeniu kapitału lub cena zmiany (obligacji zamienne na akcje) oraz cena zamiany (obligacje zamienne na akcje) lub cena wykonania warrantu (obligacje z warrantem) przy warunkowym podwyższeniu kapitału, M – stosunek poboru przy zwykłym podwyższeniu kapitału (akcje stare/akcje nowe) lub stosunek poboru obligacji pomnożony przez stosunek zamiany (obligacje zamienne na akcje) oraz stosunek opcyjny (obligacje z warrantem) przy warunkowym podwyższeniu kapitału.

⁹ G. F. Doll, H. P. Neuroth, *op. cit.*, s. 186.

Split (podział) akcji polega na podziale akcji o dużych nominałach na akcje o mniejszych nominałach. W rezultacie zwiększa się liczba akcji przy niezmiennym kapitale zakładowym spółki oraz rośnie ich płynność. W celu ochrony praw posiadaczy warrantów niezbędna jest korekta mnożnika uwzględniająca stosunek podziału akcji.

Do działań, które mogą prowadzić do podwyższenia wartości warrantu, należą instrumenty kapitałowe stosowane w związku z sanacją spółki akcyjnej. Mają one na celu polepszenie złej struktury kapitału przez usunięcie przyczyn niskiej rentowności, jeżeli w dłuższym okresie poniesione straty pomniejszyły znacznie kapitał własny. Jest to tzw. sanacja finansowa, którą przeprowadza się w szczególności przez zwykłe obniżenie kapitału w drodze: przestemplowania akcji na niższe nominały, scalania akcji (split odwrotny) oraz wykupu akcji (spółka wykupuje akcje własne po kursie niższym od wartości nominalnej i przez wyksięgowanie tych akcji wg wartości nominalnej wyrównuje straty w bilansie). Posiadacz warrantu znajduje się wtedy w pozycji uprzywilejowanej w stosunku do akcjonariusza, gdyż kurs akcji (teoretycznie) wzrośnie w wyniku podziału majątku spółki na mniejszą liczbę akcji. W celu przeciwdziałania tej sytuacji warunki emisji mogą przewidywać korektę (podwyższenie) ceny wykonania lub obniżenie mnożnika.

PODSUMOWANIE

Conclusion

Na rozwiniętych rynkach finansowych przedmiotem obrotu są różnego rodzaju warranty opcyjne, począwszy od warrantów emitowanych łącznie z obligacjami, a na warrantach emitowanych jako samodzielne instrumenty finansowe kończąc. Warunki emisji określają podstawowe elementy wyposażenia warrantów, które mają istotny wpływ na ich wycenę oraz ryzyko inwestycyjne. Z punktu widzenia tego ryzyka, abstrahując od ryzyka zmiany kursów giełdowych, szczególną ochronę zapewniają inwestorowi uprawnienia dodatkowe. Inwestycje w warranty wymagają od inwestorów posiadania minimum wiedzy na temat opcji, gdyż konstrukcja warrantu zbliża ten instrument do długoterminowych opcji finansowych.

SUMMARY

The article presents the theoretical analysis of the main components of the construction of the stock purchase warrants: multiplier, exercise price, primary time to maturity, dividend right and additional rights. These are the important part of the issue prospect and decide to a significant degree about the effective placing of their issue on the financial market. These components,

including the positive forecast of the warrants prices, determine the scale of the demand for warrants and knowledge of them possessed by the investors is the essential condition in making correct investment decisions.