

**Joanna Błach**

Akademia Ekonomiczna w Katowicach

## **WARRANTY SUBSKRYPCYJNE JAKO INSTRUMENT POZYSKIWANIA KAPITAŁU PRZEDSIĘBIORSTWA**

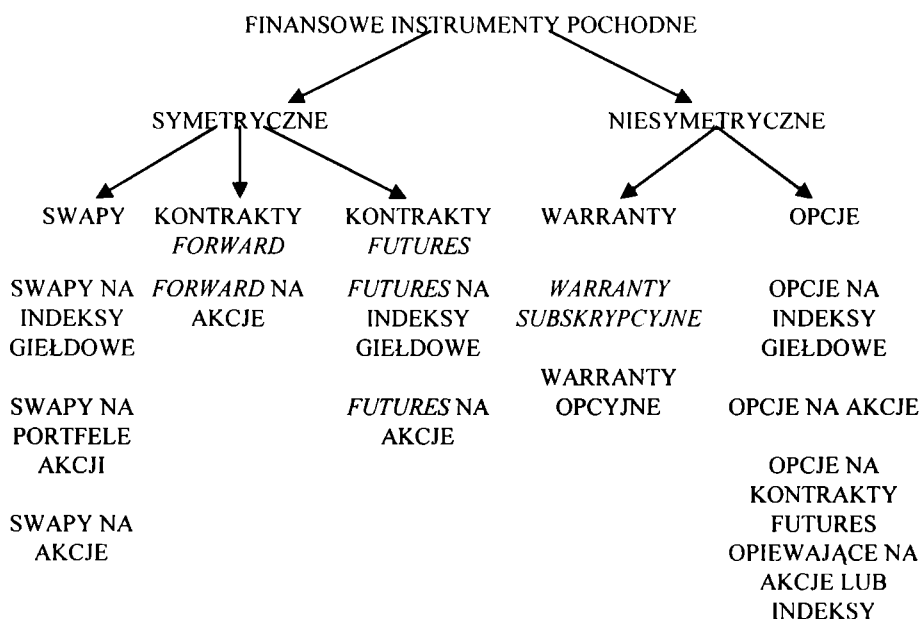
### **1. Wstęp**

Prowadzenie i rozwój działalności gospodarczej są uwarunkowane wyposażeniem przedsiębiorstwa w odpowiedni kapitał, który może pochodzić z różnorodnych źródeł. Decyzje o wyborze określonego sposobu finansowania działalności przedsiębiorstwa należą do najważniejszych i często decydują o sukcesie lub porażce przedsiębiorców. Wybór źródeł dodatkowego kapitału finansującego projekty inwestycyjne uzależniony jest od wielu czynników, m.in.: dostępności i kosztu kapitału, wielkości pozyskiwanych funduszy i okresu ich wykorzystania, dotychczasowej struktury kapitału i wynikającego z niej poziomu ryzyka finansowego podmiotu. Przedsiębiorstwa charakteryzujące się wysokim potencjałem wzrostu, a jednocześnie obciążone dużym ryzykiem inwestycyjnym mogą mieć problemy z dostępem do tradycyjnych źródeł kapitału. W tej sytuacji mogą zdecydować się na emisję warrantów subskrypcyjnych, które znalazły się w nowym *Kodeksie spółek handlowych* jako jeden z instrumentów umożliwiających pozyskanie dodatkowego kapitału przez spółkę akcyjną.

### **2. Warranty subskrypcyjne na tle instrumentów pochodnych**

Warranty to papiery wartościowe emitowane przez przedsiębiorstwo lub instytucję finansową, uprawniające posiadaczy do zakupu określonej liczby instrumentu bazowego w ściśle określonym terminie w przyszłości po ustalonej z góry cenie.

Warranty należą do grupy instrumentów pochodnych, a ich wartość zależy od ceny instrumentu bazowego, którym mogą być: indeksy giełdowe, kursy walutowe czy też akcje konkretnych przedsiębiorstw. Warranty oferują nabywcy prawo (ale nie zobowiązują go) do zakupu instrumentu podstawowego. Natomiast wystawca kontraktu ma obowiązek zrealizować go zgodnie z warunkami umowy na żądanie posiadacza warrantu. Ze względu na brak równowagi pomiędzy uprawnieniami stron kontraktu, warranty wraz z opcjami tworzą grupę derywatów niesymetrycznych. Miejsce warrantów subskrypcyjnych na tle innych instrumentów pochodnych przedstawiono na rys. 1.



Rys. 1. Warranty subskrypcyjne na tle innych instrumentów pochodnych opiewających na akcje

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [Fierla 2004, s. 15-20].

Na rynku giełdowym i pozagiełdowym przedmiotem obrotu mogą być różne rodzaje warrantów. Poszczególne instrumenty mogą różnić się określeniem terminu realizacji:

- warranty typu europejskiego mogą być zrealizowane w konkretnym dniu,
- warranty typu amerykańskiego – w pewnym przedziale czasu w okresie ważności warrantu,
- warranty typu bermudzkiego (atlantyckiego) mogą być zrealizowane tylko w terminach ściśle określonych przez wystawcę.

Tabela 1. Porównanie warrantów subskrypcyjnych z warrantami opcyjnymi i opcjami na akcje

| Cechy                           | Warranty subskrypcyjne                                                                                                                                  | Warranty opcyjne                                                                                                                                                                     | Opcje na akcje                                                                                                                                                                                       |
|---------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Charakter                       | Instrument pierwotny                                                                                                                                    | Instrument wtórny                                                                                                                                                                    |                                                                                                                                                                                                      |
| Emitent                         | Jeden, ściśle określony: spółka akcyjna emitująca jednocześnie instrument bazowy                                                                        | Jeden, ściśle określony: instytucja finansowa – nie musi być emitentem instrumentu bazowego                                                                                          | Wielu emitentów – instytucje finansowe i przedsiębiorstwa                                                                                                                                            |
| Baza                            | Akcje nowej emisji                                                                                                                                      | Różne instrumenty finansowe, w tym akcje innych spółek znajdujące się już w obrocie                                                                                                  | Akcje znajdujące się już w obrocie                                                                                                                                                                   |
| Warunki zawarcia                | Konieczne przeprowadzenie emisji i oferty pierwotnej                                                                                                    |                                                                                                                                                                                      | Powstaje w momencie zawarcia transakcji przez strony kontraktu                                                                                                                                       |
| Sposób emisji                   | Mogą być bezpłatnie dołączone do obligacji lub akcji lub oferowane do sprzedaży jako samodzielne instrumenty finansowe                                  | Odpłatna sprzedaż instrumentów                                                                                                                                                       |                                                                                                                                                                                                      |
| Liczba emitowanych instrumentów | Ściśle określona, uzależniona od wielkości planowanej emisji akcji spółki                                                                               | Ściśle określona w warunkach emisji                                                                                                                                                  | Liczba kontraktów może być nieograniczona                                                                                                                                                            |
| Termin ważności                 | Długie terminy ważności: 5-10 lat                                                                                                                       | Długie terminy ważności: 5-10 lat<br>Mogą być bezterminowe                                                                                                                           | Krótsze terminy ważności                                                                                                                                                                             |
| Cel emisji                      | Ograniczenie ryzyka niedojścia nowej emisji akcji do skutku<br>Zachęcenie inwestorów do nabycia obligacji przedsiębiorstwa                              | Transakcje o charakterze spekulacyjnym lub też zabezpieczenie przed niekorzystnymi zmianami cen akcji w przyszłości ( <i>hedging</i> )                                               |                                                                                                                                                                                                      |
| Pozycja inwestora               | Inwestor może przyjmować tylko długą pozycję w kontrakcie:<br>• nabycie warrantu daje prawo do zapisu i objęcia nowych akcji                            | Inwestor może przyjmować tylko długą pozycję w kontrakcie:<br>• prawo do nabycia bazy<br>• prawo do sprzedaży bazy                                                                   | Inwestor może być nabywcą kontraktu (długa pozycja) lub wystawcą opcji (krótka pozycja):<br>• zakup opcji zakupu<br>• zakup opcji sprzedaży<br>• sprzedaż opcji zakupu<br>• sprzedaż opcji sprzedaży |
| Wykonanie                       | Emisja nowych akcji zwiększająca kapitał zakładowy, prowadząca do zmian w strukturze własności oraz rozwodnienia wartości dotychczasowych akcjonariuszy | Uzależnione od rodzaju podstawy i umowy pomiędzy inwestorami:<br>• zakup lub sprzedaż instrumentu bazowego (fizyczna dostawa)<br>• rozliczenie pieniężne pomiędzy stronami kontraktu |                                                                                                                                                                                                      |

Źródło: opracowanie własne.

Od rodzaju instrumentu podstawowego zależy sposób rozliczenia transakcji – warranty mogą być realizowane poprzez fizyczną dostawę instrumentu bazowego (np. warranty subskrypcyjne) lub wyłącznie poprzez przepływ środków pieniężnych pomiędzy stronami kontraktu (np. warranty na indeksy giełdowe).

Ze względu na rodzaj zawartego w umowie prawa można wyróżnić warranty typu *put* (dające prawo do sprzedaży instrumentu bazowego) lub warranty typu *call* (oferujące nabywcy prawo do zakupu instrumentu podstawowego).

Warranty mogą różnić się także sposobem określenia ceny realizacji – wartość ta może być stała w całym okresie ważności kontraktu lub też wzrastać z określoną częstotliwością.

Ze względu na podmiot będący emitentem instrumentu można wyróżnić:

- warranty subskrypcyjne opiewające na nowe akcje spółki – emitenta,
- warranty opcyjne emitowane przez instytucje finansowe, opiewające na instrumenty finansowe różnego typu: akcje, waluty, indeksy.

Podstawowe różnice pomiędzy warrantami subskrypcyjnymi a warrantami opcyjnymi i opcjami na akcje przedstawiono w tab. 1.

Warranty subskrypcyjne są więc papierami wartościowymi emitowanymi przez spółkę, oferującymi swoim posiadaczom prawo do subskrybowania określonej liczby akcji po ustalonej wcześniej cenie. Zwykle dają prawo do nabycia jednej akcji nowej emisji, ale można również spotkać warranty opiewające na mniej lub więcej niż jedną akcję. Prawa przysługujące posiadaczowi warrantu zawarte są w odpowiedniej umowie warrantowej określającej: termin realizacji warrantu, liczbę akcji zwykłych, którą można nabyć, oraz cenę realizacji (subskrypcyjną, rozliczeniową i wykonania). Liczba wyemitowanych warrantów jest uzależniona od ceny realizacyjnej oraz planowanego rozmiaru emisji nowych akcji. Wielkość ta ma decydujący wpływ na możliwość uplasowania wszystkich oferowanych do sprzedaży papierów wartościowych, ponieważ liczba warrantów znajdujących się w obrocie zmienia się tylko w razie ich wygaśnięcia lub wykonania zawartego w nich prawa.

### 3. Wartość warrantów

Posiadacz warrantu na podstawie analizy aktualnej sytuacji rynkowej oraz oceny swoich preferencji i możliwości finansowych może zdecydować się na wybór jednego z trzech możliwych wariantów postępowania:

- może pozostawić warrant do wygaśnięcia – jego sytuacja finansowa i udział w kapitale akcyjnym spółki się nie zmienia;
- może zrealizować prawo do zapisu i objęcia akcji nowej emisji w odpowiednim terminie wyznaczonym w umowie – dzięki realizacji warrantu może zwiększyć swój udział w kapitale zakładowym spółki, nabywając akcje po cenie preferencyjnej w stosunku do ich bieżącej ceny rynkowej;

• może odsprzedać warrant innym inwestorom chcącym skorzystać z prawa do subskrybowania akcji nowej emisji – w ten sposób może osiągnąć wpływ środków z tytułu sprzedaży warrantu na rynku wtórnym.

Cena realizacji warrantu jest ustalana na poziomie od 10 do 30% powyżej ceny rynkowej akcji aktualnej w momencie ich emisji. Różnica pomiędzy ceną realizacji a przewidywanym giełdowym kursem akcji w okresie ważności warrantu decyduje o jego wartości. Jeśli cena rynkowa nie przekracza ceny realizacji i nie przewiduje się, aby miało to nastąpić, a zbliża się termin wygaśnięcia instrumentu – to warrant staje się bezwartościowy. Natomiast jeśli firma się rozwija, a wartość rynkowa akcji wrasta, to posiadacze warrantu mogą skorzystać z przysługującego im prawa i kupić akcje po cenie realizacji niższej od ceny rynkowej.

Przedsiębiorstwa mogą stosować różnorodne rozwiązania zachęcające posiadaczy warrantów do ich wykorzystania [Brigham, Gapenski 2000, s. 754-755]:

1) zbliżający się termin wygaśnięcia warrantów i wzrost ceny rynkowej akcji ponad cenę rozliczeniową;

2) zwiększając poziom wypłacanej dywidendy dla posiadaczy akcji zwykłych – wysoka dywidenda może zachęcić inwestorów do wykorzystania warrantów i re-alizowania dodatkowego dochodu bieżącego z tytułu posiadania akcji;

3) emitując warianty z progresywną ceną realizacji – po upływie pewnego czasu cena realizacji warrantu wrasta, co powoduje spadek wartości rynkowej warrantów.

Wartość wewnętrzna warrantu wyznaczana jest na podstawie wzoru [Watson, Head 2001, s. 143]:

$$V_w = (P - E) \cdot N \quad (1)$$

gdzie:  $P$  – bieżąca wartość akcji zwykłej,

$E$  – cena wykonania warrantu,

$N$  – liczba akcji, jaką można otrzymać w zamian za jeden warrant.

Wartość wewnętrzna warrantu jest uwarunkowana szeregiem czynników. Do najważniejszych należą [Fabozzi, Petersom 2003, s. 521]:

• cena rynkowa akcji – wraz ze wzrostem wartości rynkowej akcji wrasta wartość warrantu,

• cena wykonania – im niższa cena subskrypcyjna, tym wyższa wartość warrantu,

• okres ważności – im dłuższy okres ważności warrantu, tym wyższa jego wartość,

• koszt alternatywny – wraz ze wzrostem alternatywnego kosztu zakupu kolejnych akcji spółki wzrasta wartość warrantu, ponieważ pozwala odłożyć zakup akcji w czasie,

• zmienność cen akcji – im większa zmienność cen akcji, tym większa wartość warrantu, ponieważ wzrasta prawdopodobieństwo przekroczenia ceny wykonania warrantu.

W terminie wykonania warrantu jego cena nie powinna znaleźć się poniżej jego wartości wewnętrznej. Wyceniając warianty, należy pamiętać o efekcie dźwigni

finansowej zwiększającej ryzyko inwestycyjne – wzrost cen akcji powoduje bardziej niż proporcjonalny wzrost wartości warrantu, co pozwala inwestorom osiągnąć wyższe zyski niż przy inwestycji w zwykłe akcje spółki. Niestety spadek kursu akcji dla posiadaczy warrantu może oznaczać większe straty niż w przypadku inwestycji w akcje spółki.

#### **4. Zastosowanie warrantów subskrypcyjnych**

Przedsiębiorstwa mogą wykorzystywać emisję warrantów subskrypcyjnych do różnych celów:

1. Warranty mogą być bezpłatnie dołączane do emitowanych przez spółkę obligacji lub akcji uprzywilejowanych i zwykłych jako premia zachęcająca inwestorów do nabycia tych walorów. W ten sposób spółka może dotrzeć do większego grona inwestorów, a dodatkowe uprawnienia zawarte w warrantach mogą nakłonić ich do zaakceptowania wyższego poziomu ryzyka przy oferowanej przez spółkę niższej stopie zwrotu z inwestycji – w efekcie przedsiębiorstwo może obniżyć koszt pozyskiwanego kapitału.

2. Odpłatna emisja warrantów subskrypcyjnych jako samodzielnych instrumentów finansowych służy pozyskaniu dodatkowego kapitału zakładowego w trakcie warunkowego podwyższania kapitału własnego lub w ramach kapitału docelowego. Emisja warrantów pozwala ograniczyć ryzyko nieskutecznej emisji nowych akcji, poprawia płynność przedsiębiorstwa – jest źródłem dodatkowych środków, a jednocześnie nie powoduje konieczności bieżącego wypłacania inwestorom odsetek lub dywidendy.

3. Warranty subskrypcyjne mogą być wykorzystywane przez spółkę jako forma dodatkowego wynagrodzenia dla członków rady nadzorczej i zarządu oraz pracowników przedsiębiorstwa. W ten sposób powstaje dodatkowa więź łącząca menedżerów i pracowników ze spółką, pozwalająca ograniczyć koszty agencji i poprawić efektywność funkcjonowania podmiotu.

4. Warranty mogą być wydawane akcjonariuszom jako alternatywa dywidendy gotówkowej, co pozwala przedsiębiorstwu zwiększyć poziom zatrzymanego zysku oraz poprawić płynność finansową.

5. Warranty są wykorzystywane w procesie łączenia przedsiębiorstw – akcjonariusze łączonej firmy mogą zmniejszyć swoje obciążenia podatkowe poprzez emisję warrantów, jednocześnie zachowując prawo do partycypowania w przyszłych zyskach połączonych przedsiębiorstw.

Decyzja o emisji warrantów subskrypcyjnych i ich wykonaniu często się wiąże z koniecznością wyłączenia ustawowego prawa poboru przysługującego dotychczasowym akcjonariuszom spółki. Ze względu na uprawnienie posiadacza warrantów subskrypcyjnych do zapisu i objęcia akcji nowej emisji określane są one mianem pozakodeksowego prawa poboru. Podstawowa różnica pomiędzy warrantami

subskrypcyjnymi a prawem poboru związana jest z motywem, jakim kieruje się przedsiębiorstwo, decydując się na wykorzystanie jednego z instrumentów, oraz podstawa prawna regulująca ich funkcjonowanie.

Porównanie charakterystycznych cech prawa poboru oraz warrantów subskrypcyjnych przedstawiono w tab. 2.

Tabela 2. Porównanie warrantów subskrypcyjnych i prawa poboru

|                 | Warranty subskrypcyjne                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | Prawo poboru                                                                                                                                                                                       |
|-----------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Podstawa prawna | Umowa zawarta pomiędzy spółką – emitentem a nabywcą warrantu, który może być: <ul style="list-style-type: none"> <li>• akcjonariuszem spółki – warranty dołączane do akcji lub wypłacane jako forma dywidendy</li> <li>• obligatariuszem – warranty dołączane do obligacji</li> <li>• pracownikiem – warranty jako premia</li> <li>• inwestorem zewnętrznym</li> </ul> | Ustawowe prawo poboru przyznane wszystkim akcjonariuszom spółki. Dodatkowo prawo poboru może być przyznane w drodze uchwały walnego zgromadzenia akcjonariuszy lub poprzez zapis w statucie spółki |
| Cel             | Poprawa płynności przedsiębiorstwa, zachęta dla inwestorów do zakupu innych walorów emitowanych przez spółkę, ograniczenie ryzyka nieskutecznej emisji nowych akcji                                                                                                                                                                                                    | Ochrona interesów dotychczasowych akcjonariuszy, utrzymanie dotychczasowej struktury własności i ośrodków decyzyjnych w przedsiębiorstwie                                                          |
| Termin ważności | Dłuższy termin realizacji                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              | Najczęściej dotyczy określonej emisji akcji – po pewnym czasie wygasa                                                                                                                              |
| Ryzyko          | Większe ryzyko rozwodnienia kontroli nad spółką                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        | Mniejsze ryzyko utraty kontroli nad spółką                                                                                                                                                         |

Źródło: opracowanie własne.

Zgodnie z art. 444 §7 k.s.h. spółka akcyjna może emitować warranty subskrypcyjne w ramach kapitału docelowego. Wyemitowane warranty uprawniają posiadaczy do zapisu na akcje nowej emisji z pierwszeństwem przed dotychczasowymi akcjonariuszami – w tej sytuacji konieczne jest przeprowadzenie procedury wyłączenia praw poboru. Uchwała zarządu o emisji warrantów subskrypcyjnych powinna określać<sup>1</sup>: osoby uprawnione do objęcia warrantów subskrypcyjnych, cenę emisyjną warrantów i sposób jej ustalenia, jeśli warranty emitowane są odpłatnie oraz termin wykonania prawa z warrantów – nie dłuższy niż 10 lat lub okres upoważnienia zarządu do emisji akcji w ramach kapitału docelowego.

Artykuł 448 §2 pkt. 3 umożliwia spółkom akcyjnym emisję warrantów subskrypcyjnych w ramach warunkowego podwyższenia kapitału zakładowego. Rów-

<sup>1</sup> Art. 453 §3, Ustawa z 15 września 2000 r. *Kodeks spółek handlowych* (DzU 2000 nr 94, poz. 1037).

niez w tym przypadku uchwała walnego zgromadzenia akcjonariuszy o podwyższeniu kapitału akcyjnego i objęciu akcji w drodze wykonania warrantów subskrypcyjnych powinna zawierać informacje o osobach uprawnionych do objęcia warrantów, określać wysokość ceny emisyjnej i sposób jej ustalenia, liczbę akcji przypadających na jeden warrant oraz termin jego realizacji. Jednocześnie walne zgromadzenie powinno podjąć decyzję o częściowym lub całkowitym wyłączeniu praw poboru przysługujących dotychczasowym akcjonariuszom.

W ramach warunkowego podwyższania kapitału własnego warrant subskrypcyjne mogą być także dołączone do obligacji w celu zachęcenia inwestorów do zakupu obligacji długoterminowych z niższą stopą procentową. Podstawowym problemem przy ustalaniu warunków emisji obligacji z warrantami (opcyjnych, z prawem pierwszeństwa) jest wycena warrantów. Koszt emisji obligacji z warrantami, odpowiadający oczekiwanej stopie zwrotu dla inwestorów, zawiera w sobie dwa elementy: oprocentowanie obligacji zagwarantowane na stałym poziomie oraz niepewny wzrost ceny rynkowej akcji, który może nie nastąpić. Jeśli warrant będą przewartościowane, to kupon odsetkowy obligacji będzie miał za niską wartość i trudno będzie znaleźć na nie nabywców po cenie równej wartości nominalnej. Jeśli warrant będą niedoszacowane, to kupon odsetkowy będzie zbyt wysoki, a inwestorzy otrzymają nadspodziewany zysk. Dlatego obligacje z warrantami są dla inwestorów bardziej ryzykownym instrumentem niż zwykle obligacje. Dla dotychczasowych akcjonariuszy dodatkowym kosztem będzie rozwodnienie kapitału akcyjnego oraz spadek wartości EPS [Brigham, Gapenski 2000, s. 752-756].

W okresie ważności warrantu może być on odłączony od obligacji i stać się samodzielnym instrumentem finansowym. Wykorzystanie odłączonych warrantów nie ma wpływu na istniejące w obiegu obligacje. Warranty stają się dodatkowym źródłem kapitału dla przedsiębiorstwa, a dług z tytułu emisji obligacji pozostaje do terminu wykupu przy nie zmienionym poziomie kosztów odsetkowych.

Obligacje z warrantami pozwalają na pozyskanie kapitału hybrydowego. Warranty umożliwiają inwestorom uczestniczenie we wzroście firmy, dlatego są oni skłonni zaakceptować niższe oprocentowanie obligacji i mniej restrykcyjne klauzule umów obligacyjnych. Dzięki emisji obligacji z warrantami firma może zainteresować swoją ofertą większą grupę inwestorów. Emisja obligacji z warrantami stanowi alternatywę dla emisji obligacji zamiennych. Podstawowe cechy odróżniające obligacje z warrantami od obligacji zamiennych przedstawiono w tab. 3.

Środki uzyskane przez spółkę ze sprzedaży warrantów subskrypcyjnych nie muszą być zaliczane na poczet należności z tytułu pokrycia akcji. Warranty nie stanowią części kapitałów firmy, a dochody uzyskane z ich emisji wykazywane są w bilansie firm amerykańskich i brytyjskich jako rezerwy kapitałowe [Jerzemska 1999, s. 125-126]. Emisja warrantów może być interpretowana jako sygnał, że kierownictwo uważa akcje spółki za nadmiernie wycenione przez rynek. Jeśli rynek zorientuje się, że akcje są przewartościowane, to ich cena ulegnie obniżeniu, a

warranty nie zostaną zrealizowane. Firma pozyska darmową rezerwę kapitałową – uzyska wpływy pieniężne z emisji warrantów bez ponoszenia kosztów wypłaty dywidendy w przyszłości, ponieważ warranty nie zostaną zrealizowane.

Tabela 3. Charakterystyka obligacji z warrantami i obligacji zamiennych

| Cechy                               | Obligacje z warrantami                                                                                                          | Obligacje zamienne                                                                                                 |
|-------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Cel emisji                          | Pozyskanie długu o niższym oprocentowaniu,<br>pozyskanie dodatkowego kapitału własnego                                          | Docelowo pozyskanie kapitału akcyjnego                                                                             |
| Wykonanie                           | Emisja akcji w wyniku realizacji warrantów jest źródłem nowego kapitału                                                         | Brak dopływu nowego kapitału – tylko przekształcenia księgowe w obrębie pasywów: konwersja wierzytelności na akcje |
| Elastyczność                        | Nie zawierają klauzul wzywających do przedterminowego wykupu – firma musi czekać do terminu zapadalności warrantu               | Bardziej elastyczne – możliwe klauzule zawierające wezwanie do przedterminowego wykupu                             |
| Termin zapadalności                 | Warranty mają krótszy termin zapadalności niż obligacje, do których są dołączane, i krótszy niż obligacji zamiennych            | Dłuższe terminy zapadalności                                                                                       |
| Wykorzystanie praw a dług pierwotny | Wykorzystanie warrantów jest niezależne od obligacji znajdujących się w obiegu, dług w terminie zapadalności musi być wykupiony | Zamiana obligacji na akcje powoduje likwidację długu                                                               |

Źródło: opracowanie własne.

Warranty subskrypcyjne mogą być także wykorzystywane przez firmy mające przejściowe problemy z wygenerowaniem odpowiednich strumieni pieniężnych, np. prowadząc inwestycje o charakterze spekulacyjnym czy też ponosząc wysokie koszty organizacji i prac rozwojowych. Brak gotówki w pierwszych latach działalności skłoni firmę do emisji warrantów zamiast emisji akcji lub obligacji, z którymi wiązałyby się bieżące wypływy gotówkowe (wypłata dywidendy lub odsetek). Gdy firma przetrwa okresowe trudności, jej wartość wzrośnie i posiadacze warrantów będą mogli zrealizować swoje prawa. Emisja warrantów subskrypcyjnych może być dobrym sposobem finansowania firmy, pozwalającym na jednoczesne planowanie wydatków pieniężnych i przyszłych wpływów gotówki.

Wyemitowanie warrantów powoduje zwiększenie kapitału zakładowego spółki, poprawia jej płynność oraz obniża poziom ryzyka finansowego, prowadząc do poprawy wiarygodności kredytowej podmiotu oraz zwiększenia pojemności zadłużeniowej firmy.

Oceniając możliwości wykorzystania warrantów w polityce finansowej przedsiębiorstwa, należy zwrócić uwagę na negatywne skutki ich zastosowania. Emisja nowych akcji w wyniku realizacji uprawnień zawartych w warrantach prowadzi do rozwodnienia kapitału spółki oraz zmian w dotychczasowej strukturze własności

podmiotu (realizacja warrantów związana jest zwykle z wyłączeniem ustawowego prawa poboru, przysługującemu dotychczasowym akcjonariuszom spółki). Zwiększenie liczby akcji powoduje obniżenie wartości zysków przysługujących właścicielom spółki oraz ogranicza poziom dźwigni finansowej, obniżając rentowność kapitałów własnych przedsiębiorstwa, ponadto umożliwia inwestorom zewnętrznym nabycie akcji spółki na preferencyjnych warunkach, poniżej ich wartości rynkowej. W wyniku tych zmian w przedsiębiorstwie może pojawić się konflikt interesów pomiędzy dotychczasowymi akcjonariuszami a nowymi właścicielami spółki.

## 5. Podsumowanie

Jednym z podstawowych celów emisji warrantów subskrypcyjnych jest zapewnienie skutecznego zwiększenia funduszy przedsiębiorstwa w granicach kapitału docelowego lub w drodze warunkowego podwyższenia kapitału własnego. Ich emisja daje szansę zorientowania się w ocenie atrakcyjności akcji spółki przez inwestorów oraz pozwala ograniczyć ryzyko nieskutecznej emisji nowych akcji.

Spółki decydują się na emisję warrantów, ponieważ mogą dowolnie dysponować pozyskanymi funduszami bez konieczności wypłat dywidend i odsetek – posiadacze warrantów nie posiadają prawa głosu na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy ani prawa do dywidendy. Zaletą warrantów jest to, że dostarczają spółce środków wtedy, kiedy są one potrzebne – jeśli firma się rozwija i wrasta wartość rynkowa akcji, to inwestorzy mogą wykorzystać warranty, które staną się źródłem finansowania kolejnych inwestycji. Brak postępów w rozwoju spółki czy też możliwości efektywnego wykorzystania dodatkowych funduszy znajdzie odzwierciedlenie w niskim poziomie kursu akcji znacznie poniżej ceny realizacji warrantów – w takim przypadku warranty wygasną, a spółka nie otrzyma dodatkowych środków.

Analizując możliwości zastosowania warrantów, należy także pamiętać o zagrożeniach związanych z realizacją uprawnień w nich zawartych, takich jak: rozwodnienie kapitału, obniżenie wartości wskaźników zysku i dywidendy na jedną akcję, ograniczenie efektu dźwigni finansowej, wzrost średnio ważonego kosztu kapitału, zmiany w dotychczasowej strukturze własności oraz możliwość występowania konfliktów interesów – współwłaścicielami spółki mogą stać się podmioty, których cele mogą okazać się sprzeczne z celami przedsiębiorstwa.

## Literatura

- Brigham E.F., Gapenski L.C., *Zarządzanie finansami*. Tom 1, PWE, Warszawa 2000.  
Fabozzi F.J., Peterson P.P., *Financial Management Analysis*, John Wiley & Sons, Inc., New Jersey 2003.  
Fierla A., *Opcje na akcje*, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2004.  
Jerzemska M., *Kształtowanie struktury kapitału w spółkach akcyjnych*, PWN, Warszawa 1999.

Watson D., Head A., *Corporate Finance. Principles & Practice*, Prentice Hall, Harlow 2001.  
Ustawa z 15 września 2000 r. *Kodeks spółek handlowych* (DzU 2000 nr 94, poz. 1037).

## **SUBSCRIPTION WARRANTS AS A SOURCE OF CORPORATE FINANCE**

### **Summary**

The company can obtain additional finance by issuing stock-purchase warrants. The holder of the warrant has the right, but no the obligation, to buy new ordinary shares in a company at a future date, at a fixed, predetermined price. The warrants can be attached to the company's shares or bonds to make the issue more attractive to investors. They can be also separated from the underlying stock and traded on the market in their own right. Stock purchase warrants can be used as one of the alternatives to cash dividends pay out to the shareholders which enables company to retain higher profits. They can be also used as an additional premium for the managers and employees in order to lower the agency costs. The process of issuing and exercising stock-purchase warrants may influence a lot of different aspects of company's activity. Therefore, the decision of using warrants requires thorough analysis of advantages and disadvantages connected with them.