

PROBLEMATYKA PRAWNA KONTRAKTU OPCYJNEGO

1. Wprowadzenie

Próby zdefiniowania czym jest opcja na gruncie prawa polskiego, pozostają przedmiotem sporów doktrynalnych od kilkudziesięciu lat. Szerokie zastosowanie tego pojęcia, które w języku polskim zgodnie z łacińską etymologią oznacza możliwość wyboru, w połączeniu z brakiem wyraźnej wypowiedzi ustawodawcy sprawiają, że używa się go do opisu stosunków z zakresu rynku kapitałowego, ale także leasingu czy praw autorskich. Należy jednak podkreślić, że to opcja będąca instrumentem finansowym ma najdonioślejsze znaczenie z perspektywy rozważań naukowych. Wielowiekowa obecność w obrocie gospodarczym umożliwiła bowiem wyekstrahowanie swoistych cech stosunku opcyjnego.

2. Opcja jako instrument pochodny w ujęciu ekonomicznym

Instrumenty pochodne, w tym opcje, stanowią wytwór długotrwałej praktyki handlowej. Aby zrozumieć charakter prawny opcji, wtórny wobec funkcjonowania w obrocie, należy przyjrzeć się jej ujęciu ekonomicznemu.

Za instrument pochodny (*derivative instrument*) uważa się w literaturze „taki instrument finansowy, którego wartość zależy od wartości innego instrumentu finansowego zwanego instrumentem podstawowym (inaczej instrumentem bazowym, *underlying instrument*)”¹. Zalicza się go przy tym do instrumentów transferu ryzyka, przeciwstawianych instrumentom dłużnym (np. obligacjom) i udziałowym (np. akcjom) służącym transferowi kapitału. Cechą konstytuującą instrument pochodny jest więc funk-

* Uniwersytet Jagielloński, Wydział Prawa i Administracji, ul. Gołębia 24, 31-007 Kraków, e-mail: a.liskiewicz@op.pl.

¹ K. Jajuga, T. Jajuga, *Inwestycje: instrumenty finansowe, aktywa niefinansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa*, Warszawa 2015, s. 36.

cyjonalny związek jego wartości z wartością innego wskaźnika. Tytułem przykładu można wymienić instrument pochodny wystawiony na walutę zagraniczną, indeks giełdowy bądź surowiec.

Wśród typologii instrumentów pochodnych wymienia się przede wszystkim kontrakty terminowe (*forward* i *futures*), *swapy* oraz opcje². Specyfika opcji na tle innych derywatów polega na jej niesymetrycznym charakterze tj. całkowitym wyzbyciu się ryzyka straty związanej ze zmianą wartości instrumentu bazowego przez nabywcę opcji. W dużym uproszczeniu realizacja transakcji opcyjnej wygląda w następujący sposób. Jedna ze stron tj. posiadacz opcji (*holder*) uzyskuje prawo kupna (opcja *call*) lub sprzedaży (opcja *put*) określonej ilości instrumentu bazowego od wystawcy opcji (*writer*) po ustalonej cenie i w ustalonym okresie, przy czym wyróżnia się opcje, którą można wykonać tylko w określonym dniu zwanym terminem wygaśnięcia (opcja europejska) i taką, która może być wykonana w dowolnym dniu, aż do terminu wygaśnięcia włącznie (opcja amerykańska)³. Wystawca opcji otrzymuje sumę pieniężną zwaną premią opcyjną, mającą zrekompensować mu zajęcie pozycji nieuprzywilejowanej⁴. Posiadacz opcji skorzysta więc z nabytego prawa w sytuacji, gdy cena wykonania w dniu wykonania będzie niższa (opcja *call*) lub wyższa (opcja *put*) niż cena rynkowa. Zysk opcjobjorcy będzie wynikał z różnicy między tymi dwiema zmiennymi pomniejszonej o kwotę premii opcyjnej. Ważnym kryterium klasyfikacyjnym jest sposób rozliczenia transakcji. Przy opcji rzeczywistej dochodzi do dostawy instrumentu bazowego w terminie wykonania, opcja nierzeczywista zakłada tylko rozliczenie pieniężne. Zapłata wystawcy opcji na rzecz posiadacza w takim wypadku równa się różnicy wartości indeksu podstawowego i ceny wykonania (opcja *call*) lub ceny wykonania pomniejszonej o wartość indeksu podstawowego (opcja *put*).

Tak ukształtowany instrument umożliwia wystąpienie tzw. efektu dźwigni finansowej, umożliwiającym otrzymanie wysokiej stopy zwrotu przy niewielkim nakładzie kapitałowym. Widoczne jest to zwłaszcza

² Tamże, s. 38.

³ Tamże, s. 41.

⁴ Tamże, s. 38.

przy opcjach nierzeczywistych, które nie wymagają nabycia instrumentu bazowego w terminie wykonania. Dla posiadacza nierzeczywistej opcji kupna nie ma górnej granicy zysku wynikającej z wykonania opcji (cena instrumentu bazowego teoretycznie może osiągnąć dowolnie wysoki poziom), a jego nakład i ewentualna strata ograniczy się tylko do zapłaconej premii.

Obrót opcjami może dokonywać się zarówno na rynku regulowanym, jak i na rynkach pozagieldowych. Szczególne znaczenie dla funkcjonowania derywatów w gospodarce ma nieregulowany rynek pozagieldowy (*OTC – over-the-counter market*), tworzony przez banki i firmy inwestycyjne. Według danych dostarczanych przez Bank Rozrachunków Międzynarodowych w Bazylei w roku 2013 wartość nominalna instrumentów pochodnych na rynku OTC wyniosła ponad 710,6 bilionów dolarów. Dla porównania w następnym roku światowy produkt brutto wyniósł 78 bilionów dolarów⁵.

Z ekonomicznego punktu widzenia instrumenty pochodne, w tym opcje, pełnią w obrocie głównie dwie funkcje. Pierwszą z nich można określić mianem zabezpieczającej. Posiadacz, którego sytuacja finansowa ma związek z wartością rynkową instrumentu bazowego, nabywa opcję w celu zminimalizowania wpływu wzrostu lub spadku cen tego instrumentu. Drugą funkcję określa się z reguły jako spekulacyjną, przy czym ciężko precyzyjnie opisać, na czym ma ona polegać. Przyjąć należy, że dotyczy to przypadków, gdy posiadacz opcji jest zainteresowany maksymalizacją zysku (nie zaś minimalizacją straty) z inwestycji o losowym charakterze⁶. Jak słusznie zauważa A. Jakubiec, takie określenie nie wnosi do dyskusji wiele poza negatywnym ładunkiem emocjonalnym, które mu towarzyszy. Przeciwwstawiając spekulacji termin asekuracja, autor konstatuje, że w takim ujęciu każde zaangażowanie kapitału nastawione na osiągnięcie zysku może zyskać miano spekulacji i należy zastąpić go neutralnym pojęciem inwestowania⁷.

⁵ K. Kolany, *Deutsche Bank i instrument finansowej apokalipsy*, <http://www.bankier.pl/wiadomosc/Deutsche-Bank-i-instrument-finansowej-apokalipsy-7328797.html>, 28.03.2016.

⁶ A. Jakubiec, *Problem losowego charakteru umowy opcji*, PPH 2010, nr 7, s. 18–19.

⁷ Tamże.

3. Historyczny rozwój kontraktu opcyjnego

Ustalenie momentu pierwszego zastosowania opcji napotyka trudności w postaci braku wiarygodnych źródeł historycznych, które mogłyby przesądzić o prawdziwości poszczególnych hipotez⁸. Właściwie można by uznać takie próby za z góry skazane na porażkę, skoro dowiedzenie istnienia opcji w danym czasie nie przesądza o braku ich wcześniejszego stosowania. Istnieje kilka teorii z zakresu historii prawa odnoszących się do pochodzenia kontraktu opcyjnego. Część badaczy opowiada się za jego mezopotamskim rodowodem, inni poszukują źródeł w starożytnej Grecji⁹. M.J. Golecki przytacza fragment z „Polityki” Arystotelesa, upatrując w nim pierwszego pewnego źródła dotyczącego konstrukcji umownej odpowiadającej opcji. Historia opisana przez greckiego filozofa przy okazji rozważań o sztuce zarabiania pieniędzy dotyczy operacji, jakiej dokonał Tales z Miletu. Płacąc jeszcze w zimie kwotę określoną jako *arrha*, uzyskał uprawnienie do skorzystania w przyszłości za niską cenę z pras do oliwek, a podnajmując je drożej w sezonie zbiorów zarobił „wielkie pieniądze”¹⁰. *Arrha*, tłumaczone w literaturze jako zadatek, nie stanowiło jednak odpowiednika tej instytucji w prawie polskim, gdyż nie było zaliczane na poczet kontraktu. Szczególna rola tego świadczenia pieniężnego polegała na tym, że to zapłacona kwota umożliwiała żądanie spełnienia świadczenia wzajemnego. Prawo greckie nie знаło bowiem koncepcji konsensualności umowy¹¹. Można zatem uznać *arrha* za (pra)źródło premii opcyjnej. Na marginesie trzeba wspomnieć, że J.M. Golecki uznał fragment z dzieła Arystotelesa za pierwszy opis zastosowania derywatów w celach spekulacyjnych¹².

O ile kontrakt arratyczny stanowi punkt odniesienia dla opcji jako ogólnej konstrukcji umownej, to bodźcem dla nadania jej kształtu instrumentu finansowego występującego powszechnie w obrocie handlowym,

⁸ M.J. Golecki, *Kilka uwag na temat genezy giełdowego kontraktu opcyjnego*, SPE 2003, nr 68, s. 37–38.

⁹ Tamże.

¹⁰ Arystoteles, *Polityka z dodaniem pseudo-arystotelesowej Ekonomiki*, przeł. L. Piotrowicz, Warszawa 1964, s. 29–30.

¹¹ A. Jakubiec, *Opcja jako instrument finansowy rynku kapitałowego*, Łódź 2014, s. 126.

¹² M.J. Golecki, *Kilka...*, s. 212.

była działalność XVII-wiecznych giełd towarowych i rozwój gospodarki kapitalistycznej. Szczególną rolę dla określenia koncepcji prawnej opcji odegrało rozumienie oferty na gruncie systemu *common law*, który uznaje możliwość odwołania i zmiany oferty do momentu jej przyjęcia przez oblata¹³. Stan związania ofertą staje się możliwy, jeżeli istnieje *consideration*, mogące uchodzić za odpowiednik *causa* w prawie kontynentalnym¹⁴. Zapłata dokonana przy zawieraniu tzw. *option contracts* dostarcza *consideration* dla nieodwołalności oferty. W anglosaskiej literaturze prawniczej *option contract* zdefiniowano jako przyrzeczenie spełniające wymogi określone dla umowy i ograniczające możliwość odwołania oferty przez składającego przyrzeczenie¹⁵. W takim ujęciu jest to zatem umowa dająca prawo do skorzystania z oferty w określonym czasie.

4. Opcja w ustawie o obrocie instrumentami finansowymi

Przed omówieniem funkcjonowania opcji w prawie polskim warto wspomnieć o specyfice ustaw regulujących działalność rynku kapitałowego. Wśród głównych celów unormowań należy wymienić m.in. nadzór nad działaniami sektora finansowego ze strony instytucji państwowych, ochronę inwestorów przed posiadającymi silniejszą pozycję firmami inwestycyjnymi czy określanie wymogów niezbędnych dla dopuszczenia instrumentów finansowych do obrotu publicznego. Dominująca w tych przepisach administracyjnoprawna metoda regulacji uniemożliwia konstruowanie na ich podstawie teorii cywilistycznych¹⁶. Wiele pojęć funkcjonuje wręcz w oderwaniu od znaczeń nadanych im przez kodeks cywilny. Ma to miejsce w przypadku papierów wartościowych, zdefiniowanych na użytek ustawy o obrocie instrumentami finansowymi¹⁷ poprzez wyliczenie

¹³ “The common-law rule (...) resting on the requirement of consideration, permits the revocation of offers even though stated to be firm”, Restatement (Second) of Contracts § 25 (1981).

¹⁴ A. Jakubiec, *Opcja...*, s. 128.

¹⁵ “An option contract is a promise which meets the requirements for the formation of a contract and limits the promisor’s power to revoke an offer” Restatement (Second) of Contracts § 25 (1981).

¹⁶ A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo rynku kapitałowego*, Warszawa 2012, s. 3.

¹⁷ Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2016 r. poz. 1636 ze zm.) – dalej: u.o.i.f.

ich kolejno. Do katalogu włączono takie prawa majątkowe, które nimi nie są w myśl prawa cywilnego, jednocześnie pomijając modelowe konstrukcje takie jak weksel. Sporna jest też relacja zdematerializowanych papierów wartościowych do tradycyjnych dokumentów tego rodzaju. Niespójności te da się usprawiedliwić jednak koniecznością zapewnienia sprawności i bezpieczeństwa obrotu, które ma zapewnić autonomiczność unormowania. Krytycznie należy natomiast odnieść się do charakterystycznej dla prawa rynku kapitałowego inkorporacji norm unijnych metodą tłumaczenia aktów prawnych bez dopasowywania ich do siatki pojęciowej funkcjonującej w istniejących już ustawach. W ten sposób przykładowo, czym innym jest polecenie zapłaty w Prawie bankowym¹⁸, czym innym zaś identycznie brzmiąca instytucja w ustawie o usługach płatniczych¹⁹. W odniesieniu do instrumentów pochodnych „balagan” terminologiczny uwidacznia się w fakcie, że określa się je także m.in. jako terminowe transakcje pochodne, nie wskazując podstaw dla takiego rozróżnienia.

Stosunkowo najszerszą regulację dotyczącą opcji stanowi u.o.i.f., choć nie zawiera ona jej definicji. Faktu tego nie trzeba interpretować w kategorii przeoczenia czy zaniechania ustawodawcy, a raczej słusznego pragmatyzmu, który każe ustąpić formalizmowi przed wieloletnią praktyką handlową. Niezwykle skomplikowane konstrukcje opcyjne występujące w obrocie (choćaby tzw. opcje egzotyczne) i tak nie dałyby się ująć w sztywne ramy regulacji prawnej.

Artykuł 3 ust. 1 pkt 28 lit. a u.o.i.f. stanowi, że przez instrumenty pochodne rozumie się „opcje, kontrakty terminowe, swapy, umowy forward oraz inne prawa majątkowe, których cena zależy bezpośrednio lub pośrednio od ceny lub wartości instrumentów finansowych, walut, stóp procentowych, rentowności, indeksów finansowych, wskaźników finansowych, towarów, zmian klimatycznych, stawek frachtowych, poziomów emisji, stawek inflacji lub innych oficjalnych danych statystycznych, a także innych aktywów, praw, zobowiązań, indeksów lub wskaźników (instrumentów bazowych) oraz instrumenty pochodne dotyczące przenoszenia ryzyka kredytowego”. Opcja zostaje zatem

¹⁸ Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. – Prawo bankowe (Dz.U. z 2016 r. poz. 1988 ze zm.).

¹⁹ Ustawa z dnia 19 sierpnia 2011 r. o usługach płatniczych (Dz.U. z 2016 r. poz. 1572 ze zm.).

jednoznacznie zaliczona do rozległego katalogu instrumentów pochodnych. Inne przepisy mogą jednak stwarzać wątpliwości, czym jeszcze opcja jest w rozumieniu tej ustawy. Artykuł 2 ust. 1 dokonuje podziału instrumentów finansowych na będące i niebędące papierami wartościowymi, przy czym jak zasygnalizowano wyżej, podział ten ma charakter li tylko porządkujący, a nie prawnodogmatyczny. Wśród drugiej grupy wymienia się instrumenty pochodne o różnych sposobach rozliczeń i różnych instrumentach bazowych. Artykuł 3 pkt 1 lit. b stanowi natomiast, że papierami wartościowymi są „inne zbywalne prawa majątkowe, które powstają w wyniku emisji, inkorporujące uprawnienie do nabycia lub objęcia papierów wartościowych określonych w lit. a, lub wykonywane poprzez dokonanie rozliczenia pieniężnego (prawa pochodne)”. Literalna wykładnia prowadzi do wniosku, że prawami pochodnymi są te instrumenty pochodne, które stają się przedmiotem obrotu w trybie emisji, a nie indywidualnie zawieranych umów. Ograniczono również swobodę wyboru instrumentu bazowego. Rozróżnienie takie należy uznać za mało intuicyjne, jako że nie odpowiada powszechnemu użyciu obu terminów uważanych za tożsame. Ponadto nie oddaje specyfiki instrumentów pochodnych będących papierami wartościowymi. Instrument pochodny niebędący papierem wartościowym też inkorporuje prawo, którego wartość zależy od innego prawa, wobec czego prawo to ma charakter pochodny. Skoro definicja papieru wartościowego w u.o.i.f. i tak ma samodzielny charakter, to w mojej ocenie trafniejszym byłoby zastąpienie praw pochodnych pojęciem pochodnych papierów wartościowych. Uprościłoby to terminologię, syntetyzując w pewien sposób obydwie instytucje.

Ukształtowanie węższej niż instrumenty pochodne kategorii praw pochodnych umożliwia poddanie jej odrębnemu reżimowi przenoszenia praw umożliwiającego obrót masowy. W tym sensie uzasadnione jest twierdzenie A. Jakubca, że „podstawowy podział opcji będących instrumentami rynku kapitałowego tworzony jest przez kryterium przynależności do rynku zorganizowanego”²⁰. Z praktycznego punktu widzenia ma to jednak niewielkie znaczenie, jako że obecnie na Gieldzie Papierów

²⁰ A. Jakubiec, *Opcja...*, s. 149.

Wartościowych notowane są jedynie opcje, dla których instrumentem bazowym jest indeks WIG20, niewchodzący w skład katalogu z art. 3. pkt 1. lit. a, określającego dopuszczalne instrumenty bazowe dla praw pochodnych. Są one zatem instrumentami pochodnymi dopuszczonymi do obrotu zorganizowanego (art. 32 ust.1 u.o.i.f.), a nie papierami wartościowymi (prawami pochodnymi).

5. Cywilnoprawna charakterystyka kontraktu opcyjnego

5.1. Uprawnienie opcyjne

Najczęściej przyjmuje się, że źródłem opcji jest umowa. Rozróżnia się jednocześnie kontrakt opcyjny od samego uprawnienia (opcji *sensu stricto*) do kupna lub sprzedaży określonej ilości instrumentu bazowego, ewentualnie otrzymania różnicy ceny wykonania i ceny rynkowej. Umowę opcji kwalifikuje się z reguły jako umowę nienazwaną, jednak ze względu na fakt, że wykazuje także cechy innych instytucji prawa cywilnego porównywana bywała m.in. do umowy przedwstępnej.

Clue doktrynalnych dyskusji stanowią materialnoprawne następstwa zawarcia umowy opcyjnej. M.J. Golecki wyraził pogląd²¹, że opcja jest umową z zastrzeżonym na rzecz opcjobjorcy zawieszającym warunkiem potestatywnym *si voluero*. Opcjobjorcy przyznane zostaje w ten sposób zależne wyłącznie od jego woli uprawnienie do przekształcenia umowy warunkowej w stanowczą²². Kontrowersyjność tej koncepcji wynika z rozpowszechnionej tezy, że warunek uzależniony wyłącznie od woli stron nie może być zakwalifikowany jako warunek w rozumieniu art. 89 Kodeksu cywilnego²³. Warto wspomnieć jednak, że prawo cywilne przewiduje sytuacje, gdy warunek uzależniony jest od subiektywnej decyzji strony. Przykładem może być instytucja sprzedaży na próbę. Taką umowę

²¹ M.J. Golecki, *Charakter prawny opcji w polskim prawie cywilnym. Uwagi na tle nowelizacji przepisów kodeksu cywilnego dotyczących ofertowego trybu zawierania umów*, „Palestra” 2006, nr 7–8, s. 9–20.

²² Tamże, s. 13.

²³ Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny (Dz.U. z 2017 r. poz. 459 ze zm.) – dalej: k.c.; postanowienie SN z dnia 5 marca 1999 r., I CKN 1069/98 (OSNC 1999, nr 9, poz. 160).

„poczytuje się w razie wątpliwości za zawartą pod warunkiem zawieszającym, że kupujący uzna przedmiot sprzedaży za dobry”²⁴.

Szerzej w literaturze opisywane są teorie, dla których punkt odniesienia stanowi oferta. Pierwsza z nich przypomina najbardziej *option contract* funkcjonujący w systemie *common law*. W tym ujęciu przedmiotem umowy opcji jest złożenie przez wystawcę oferty o charakterze ciągłym, zaś stan związania oferenta uzasadnia się zapłatą premii. W efekcie przedmiotem obrotu staje się prawo do przyjęcia oferty. Skorzystanie z tego prawa oznacza zawarcie umowy, a nie tylko powstanie roszczenia o jej zawarcie, co należy ocenić pozytywnie w perspektywie bezpieczeństwa obrotu. Krytyka takiego poglądu opiera się na często zbyt wąskim ujmowaniu całego stosunku opcyjnego i utożsamianiu go z samą tylko nieodwołalną ofertą. Skutkowałoby to kwalifikacją premii opcyjnej jako świadczenia nienależnego, skoro nie miałyby ona umocowania w zawartym wcześniej kontrakcie²⁵.

Kolejną koncepcją, za którą opowiada się m.in. A. Chłopecki, jest uznanie opcji za „umowę nienazwaną, której treścią jest z jednej strony zobowiązanie się posiadacza opcji do zapłaty premii opcyjnej, a z drugiej strony – zobowiązanie się wystawcy opcji do złożenia długoterminowej oferty (umowa ofertowa)”²⁶. Różnica polega na braku możliwości zawarcia umowy nabycia instrumentu bazowego przez jednostronne oświadczenie woli. Taka umowa opcji kreuje tylko roszczenie o złożenie oferty. Według autora niweluje to niedoskonałości zawarcia umowy w wyniku przyjęcia oferty o charakterze ciągłym, która musiałaby z góry określać istotne postanowienia, co utrudnia nierzeczywisty charakter rozliczeń niektórych transakcji²⁷. Osłabia to jednak pozycje opcjobjorcy, który w przypadku nierzetelnego kontrahenta musiałby najpierw egzekwować wystawienie oferty, a następnie wykonanie umowy.

Za swoistym charakterem uprawnienia opcyjnego opowiada się A. Jakubiec, według którego opcja stanowi „prawo podmiotowe

²⁴ Art. 592 k.c. § 1 zd. 1 *in fine*.

²⁵ Por. A. Chłopecki, *Opcje i transakcje terminowe. Zagadnienia prawne*, Warszawa 2001, s. 147.

²⁶ Tamże, s. 148.

²⁷ Tamże, s. 149.

kształtujące upoważniające jedną ze stron (za zapłatą premii opcyjnej) do samodzielnego powołania do życia umownego stosunku prawnego o z góry określonej treści”²⁸. Skutki zastosowania takiej konstrukcji są zbliżone do przyjęcia oferty. A. Jakubiec wskazuje jednak na istotne różnice dotyczące sfery motywacyjnej podmiotów będących stronami stosunku opcyjnego, jak również gospodarczy wymiar potrzeby nadania uprawnieniu opcyjnemu samodzielnego charakteru. Celem działania oferenta jest bowiem dążenie do zawarcia umowy, podczas gdy dla wystawcy opcji, którego zysk stanowi premia, stan związania ofertą jest sprzeczny z jego interesem. Ponadto uprawnienie opcyjne w tym kształcie eliminuje ryzyka dotyczące ewentualnej nieważności umowy zawartej przez przyjęcie oferty. Godny uwagi zarzut pod adresem tej koncepcji sformułował A. Chłopecki, który odrzuca ją ze względu na niezgodność z tzw. regułą brzytwy Ockhama²⁹.

Należy podkreślić, że powyższe rozważania mają na względzie przede wszystkim opcje będące w obrocie na rynku OTC. Wynika to z faktu, że sformalizowany system zawierania transakcji giełdowych z przymusowym pośrednictwem KDPW, mającym zminimalizować ryzyko niespełnienia świadczenia przez drugą stronę, ogranicza wpływ prawa cywilnego na kształt stosunku. W kontekście obrotu zorganizowanego na uwagę zasługuje forsowana w piśmiennictwie przez K. Zacharzewskiego koncepcja waloru giełdowego, przez który *de facto* rozumie każdy instrument finansowy na rynku regulowanym³⁰. Autor wysuwa tezę, że podstawę wszelkich rozporządzeń w obrocie giełdowym stanowi umowa sprzedaży³¹. Atrakcyjność takiego ujęcia polega na uproszczeniu opisu transakcji (umów) zawieranych na giełdzie. Podstawą faktyczną koncepcji waloru giełdowego są realia rynku zorganizowanego, gdzie strony anonimowo dokonują określenia przedmiotu (emitowanego w seriach instrumentu finansowego) i ceny, za którą chętnie są transakcji dokonać. System

²⁸ A. Jakubiec, *Opcja...*, s. 247.

²⁹ A. Chłopecki, *Opcje...*, s. 149.

³⁰ Por. K. Zacharzewski, *Prawo giełdowe*, Warszawa 2012, s. 197–198.

³¹ W.J. Katner, U. Romińska, K. Zacharzewski [w:] *Prawo handlowe po przystąpieniu Polski do Unii Europejskiej*, red. W.J. Katner, U. Romińska, Warszawa 2010, s. 562–670.

informatyczny zaś sam łączy odpowiadające sobie zlecenia. Ponadto pojęcia kupna i sprzedaży funkcjonują w literaturze ekonomicznej opisującej obrót giełdowy, w tym obrót instrumentami pochodnymi. Pogląd autora nie jest powszechnie akceptowany ze względu na wykazywaną niemożliwość „sprzedaży” opcji, która jest umową. Przeniesienie praw kontraktowych następuje zgodnie z unormowaniami k.c. poprzez przelew wierzytelności. Może on mieć charakter odpłatny. Oczywiście na giełdzie, ze względu na anonimowość obrotu nie ma możliwości podnoszenia zarzutów dotyczących stron transakcji, więc zastosowanie przepisów o cesji ma charakter raczej teoretyczny. Można argumentować, że przedmiotem obrotu giełdowego jest nie kontrakt opcyjny, ale samo prawo powstałe w wyniku zawarcia umowy. Objęcie akcji też poprzedzone jest zawarciem umowy, przyjmuje się jednak, że na giełdzie przedmiotem sprzedaży jest sama akcja jako wiązka uprawnień majątkowych i korporacyjnych wynikających z zapisu na rachunku papierów wartościowych. W przypadku akcji czy obligacji kwestia jest prostsza o tyle, że są one również papierami wartościowymi na gruncie k.c. i stamtąd czerpie się, pomimo dematerializacji, uzasadnienie dla sposobu ich przenoszenia.

5.2. Opcja jako umowa nienazwana

5.2.1. *Essentialia contractus*

Ze względu na brak definicji z jednej strony i swoistość konstrukcji z drugiej zasadne wydaje się określenie opcji jako samodzielnej umowy nienazwanej, której podstawą będzie zasada swobody umów wyrażona w art. 353¹ k.c. W związku z tym każdy podmiot posiadający pełną zdolność do czynności prawnych może taką umowę zawrzeć. Jednak, aby zaklasyfikować dany kontrakt opcyjny jako instrument finansowy jedną ze stron musi być firma inwestycyjna, przy czym może ona działać zarówno na własny jak i cudzy rachunek³². Instrument finansowy jako taki występuje tylko w specyficznym środowisku określanym mianem rynku finansowego, który tworzą i organizują wyspecjalizowane podmioty, będące przedsiębiorstwami.

³² A. Jakubiec, *Opcja...*, s. 160.

W odniesieniu do umów nienazwanych nie stosuje się pojęcia *essentialia negotii*, zastępując je określeniem *essentialia contractus*³³. Są to takie postanowienia, „które stanowią konieczne, a przy tym charakterystyczne elementy danego stosunku prawnego, i które pozwalają na jego zaistnienie w obrocie”³⁴. Ustalone przez praktykę handlową elementy niezbędne dla uznania danej umowy za opcję można zgodnie z literaturą ekonomiczną pogrupować w triadę złożoną z następujących parametrów: ilości instrumentu podstawowego, ustalonej ceny wykonania i okresu, w trakcie którego może dojść do dokonania transakcji. Wyznaczają one minimum nadające stosunkowi cechy kontraktu opcyjnego. W najprostszej formie umowa mogłaby przykładowo brzmieć (opcja *call*): „W dniu 10.10.2016 r. A będzie miał prawo do kupna od B 100 akcji spółki X w cenie 100 zł za każdą”. Nie miałyby ona sensu ekonomicznego dla B, skoro poniósłby ryzyko finansowe zmiany cen nie otrzymując z tego tytułu żadnych korzyści. Dlatego też wystawcy płacona jest premia opcyjna, która ma kompensować ewentualną stratę. Premia opcyjna nie musi mieć charakteru świadczenia pieniężnego. Przy tzw. „toksycznych opcjach walutowych” premiami były opcje wystawione przez drugą stronę transakcji³⁵, różniące się między sobą ilością instrumentu podstawowego i ceną wykonania. Kolejnym elementem doprecyzującym umowę jest określenie sposobu rozliczenia. Jeżeli strony umówią się na rozliczenie rzeczywiste wówczas w razie wykonania opcji stopa zwrotu z całej transakcji będzie niższa, niż mogłaby być przy rozliczeniu nierzeczywistym. Opcjebiorca zmuszony jest bowiem oprócz premii zaangażować środki odpowiadające cenie wykonania opcji pomnożonej przez ilość instrumentu bazowego. Przy opcjach, w których podstawą jest indeks lub inny wskaźnik niezbędne jest określenie przelicznika zmian danego indeksu na wartość kontraktu. Przy wspomnianych opcjach giełdowych na WIG20 mnożnik wynosi 10 zł za 1 punkt indeksowy. Powyższe uwagi stanowią oczywiście

³³ Por. wyrok SA w Warszawie z dnia 28 czerwca 2012 r., VI ACa 169/12 (Lex nr 313645), w którym opisując charakter prawny opcji walutowej sąd używa pojęcia *essentialia negotii*.

³⁴ J. Ciszewski [i in.], *Komentarz do art. 66 k.c. [w:] Kodeks cywilny. Komentarz*, red. J. Ciszewski, Warszawa 2014.

³⁵ Por. A. Chłopecki, *Instrumenty pochodne w polskim systemie prawnym*, PPH 2009, nr 7, s. 4–10.

uproszczenie, odnosząc się tylko do podstawowych ustaleń kontraktu opcyjnego. Ze względu na szerokie obowiązki informacyjne nałożone na przedsiębiorstwa inwestycyjne postanowienia takich umów są znacznie bardziej rozbudowane.

5.2.2. Cechy kontraktu opcyjnego

Opis cech umowy opcji był przedmiotem zarówno publikacji naukowych jak i rozstrzygnięć sądów powszechnych. Dość syntetycznej charakterystyki dokonał SA w Katowicach, który stwierdził, że „kontrakt opcyjny jest umową konsensualną, dwustronnie zobowiązującą i odpłatną”³⁶. Warto również przytoczyć wyrok SA w Warszawie z dnia 28 czerwca 2012 r. dodający do tego opisu brak wzajemnego charakteru umowy³⁷. Należy jednak podkreślić, że każda z tych cech znajduje w doktrynie zarówno zwolenników, jak i krytyków.

Konsensualność umowy jest najrzadziej kwestionowanym przymiotem kontraktu opcyjnego. Wynika to przede wszystkim z zasad polskiego prawa cywilnego, które uznaje umowę za zawartą z chwilą złożenia przez strony zgodnych oświadczeń woli, wyjątkiem zaś są umowy realne uzależniające skuteczność umowy od dokonania dodatkowej czynności np. wydania przedmiotu. Brak jest podstaw do przyjęcia realnego charakteru umowy opcji. Jednak, jak zauważa A. Chłopecki, nie ma przeciwwskazań, by ukształtować stosunek w ten sposób by nabrał on charakteru realnego³⁸. Strona będącą wystawcą może np. wskazać w ofercie, że uznaje ją za przyjętą dopiero w momencie zapłaty premii. Wątpliwości pojawiają się w odniesieniu do opcji będących papierami wartościowymi w rozumieniu u.o.i.f. Zgodnie bowiem z art. 7 ust. 1 tej ustawy „prawa ze zdematerializowanych papierów wartościowych powstają z chwilą zapisania ich po raz pierwszy na rachunku papierów wartościowych i przysługują osobie będącej posiadaczem tego rachunku”, a w pkt 2 mówi, że „umowa zobowiązująca do przeniesienia zdematerializowanych papierów wartościowych przenosi te papiery z chwilą dokonania odpowiedniego

³⁶ Wyrok SA w Katowicach z dnia 27 lutego 2013 r., I ACa 915/12 (Lex nr 1307438).

³⁷ Wyrok SA w Warszawie z dnia 28 czerwca 2012 r., VI ACa 169/12 (Lex nr 313645).

³⁸ A. Chłopecki, *Opcje...*, s. 156.

zapisu na rachunku papierów wartościowych”. Z tego sformułowania można wnosić, że do przeniesienia papieru wartościowego nie wystarczy zawarcie umowy sprzedaży (ewentualnie przelewu wierzytelności), ale niezbędny jest jego zapis na rachunku papierów wartościowych, co może implikować pogląd o realnym charakterze stosunku.

Definicja umowy wzajemnej z art. 487 § 2 k.c. wyrażona została w sposób dość ogólny. Przyjmuje się, że na podstawie takiej umowy każda ze stron jest jednocześnie wierzycielem i dłużnikiem. Istoty umowy wzajemnej „należy upatrywać w (...) okoliczności, że między świadczeniami stron zachodzi swoista relacja. Polega ona na tym, że świadczenie jednej z nich ma być odpowiednikiem świadczenia drugiej. Świadczenia nie muszą być obiektywnie równoważne, czy też ekwiwalentne. Decyduje ocena (uznanie) samych stron”³⁹. Przeciwna koncepcja wymaga ekwiwalentności świadczeń. Według A. Chłopeckiego kwestia wzajemności umowy „nie powinna powodować istotnej trudności”⁴⁰. Autor ten jednoznacznie uznaje kontrakt opcyjny za stosunek niewzajemny. Na potwierdzenie tej teorii podnosi argument o nierówności zapłaty premii opcyjnej („żywej gotówki”) i ewentualnego zysku z transakcji dokonanej w wyniku skorzystania z uprawnienia opcyjnego. Należy chyba rozumieć przez to brak „inwestycyjnej” ekwiwalentności zapłaty pewnej i niepewnej. Dalej bowiem autor przywołuje niskie prawdopodobieństwo arytmetycznej równości zapłaconej premii i kwoty uzyskanej z wykonanej opcji. Na gruncie pierwszej koncepcji dotyczącej wzajemności umowy należy dojść do wniosków przeciwnych. Skoro strony dobrowolnie zawierają umowę opcji, niejednokrotnie będąc podmiotami o podobnym zasobie informacji (rynek międzybankowy), to znaczy, że wedle ich uznania taka transakcja jest warta swojej „ceny” i potencjalnie wygeneruje zysk. Zwłaszcza krytycznie należy ocenić arytmetyczny sposób podejścia do wzajemności umowy.

Kontrakt opcyjny ma co do zasady charakter odpłatny. Zwłaszcza na rynku kapitałowym oderwane od realiów byłoby działanie pod tytułem darmym (*causa donandi*). Cel przysporzeń dokonanych na rzecz drugiej

³⁹ G. Bieniek [i in.], *Komentarz do art. 487 k.c.* [w:] *Komentarz do kodeksu cywilnego. Księga trzecia. Zobowiązania*, red. G. Bieniek, Warszawa 1996.

⁴⁰ A. Chłopecki, *Opcje...*, s. 158.

strony stanowi chęć uzyskania korzyści majątkowej. Dla wystawcy opcji będzie to zapłacona premia, a dla posiadacza potencjalny zysk z realizacji uprawnienia. Wątpliwości co do odpłatnego charakteru umowy może budzić brak bezpośrednio przysporzenia po stronie posiadacza opcji⁴¹. Ciężko się zgodzić jednak z koncepcją darmowej opcji „bezpremiowej”, o której pisze A. Jakubiec. Taki stosunek, choć przypominający opcję, nie odpowiadałby opisanym już *essentialia contractus*. Przyjmując, że kontrakt opcyjny jest umową wzajemną i odpłatną, konsekwentnie należy stwierdzić, że ma on charakter dwustronnie zobowiązujący.

6. Podsumowanie

Powszechność w obrocie opcji z jednej strony oraz jej swoiste cechy na tle innych znanych praktyce i ustawodawstwu konstrukcji kontraktowych z drugiej, prowadzą do przyjęcia, że umowa opcyjna stanowi tzw. empiryczny typ umowy handlowej⁴². Ustawodawca zdecydował się na interwencję tylko w zakresie regulacji opcji występujących w obrocie zorganizowanym, pozostawiając tym samym wyłącznie procesowi rynkowemu kształtowanie się postanowień umownych w przypadku opcji wystawianych na rynku OTC. Pomimo, iż sam mechanizm opcyjny nie jest szczególnie skomplikowany (polega bowiem, w uproszczeniu, na nabyciu prawa do zakupu lub sprzedaży określonego instrumentu bazowego), duża dowolność w konstruowaniu treści tego instrumentu finansowego pozwala na inkorporację do stosunku opcyjnego zaawansowanych rozwiązań inżynierii finansowej, często nieprzekładalnych na język prawniczy. W tym kontekście zasadne wydaje się by wprowadzić definicję legalną opcji, która rozstrzygałaby przynajmniej kwestię tak podstawową jak treść roszczenia wynikającego z nabycia uprawnienia opcyjnego. W obecnym stanie prawnym najbardziej funkcjonalne dla praktyki obrotu, o ile strony nie postanowią inaczej, wydaje się przyjęcie koncepcji, że posiadaczowi opcji przysługuje uprawnienie prawokształtujące, którego wykonanie prowadzi, podobnie jak przyjęcie oferty, do zawarcia umowy.

⁴¹ A. Jakubiec, *Charakter prawny i zmiany podmiotowe w umowie opcji*, PPH 2009, nr 4, s. 16.

⁴² Na ten temat zob. M. Spyra, S. Włodyka [w:] *System Prawa Handlowego*, t. 5, *Prawo umów handlowych*, red. M. Stec, Warszawa 2017, s. 31 i n.

Streszczenie

Umowa opcyjna funkcjonuje jako instrument pochodny, którego istotą jest przyznanie nabywcy opcji prawa do kupna (*call option*) bądź sprzedaży (*put option*) danego aktywa w ustalonym dniu po z góry określonej cenie. Nabywca opcji wyzbywa się w ten sposób ryzyka wynikającego z wahań cen instrumentu bazowego, które to ryzyko przechodzi na wystawcę opcji otrzymującego w zamian premię opcyjną. Źródłem pojawienia się w obrocie kontraktu opcyjnego upatruje się w starożytnej Grecji, lecz na jego obecny kształt miało wpływ przede wszystkim rozumienie oferty na gruncie systemu *common law*. W polskiej praktyce handlowej opcje występują zarówno na rynku regulowanym jak i OTC. Prawodawstwo nie zawiera jednak definicji legalnej umowy opcji, której istnienie wywodzi się z zasady swobody umów. W efekcie, w doktrynie przedstawiono szereg poglądów co do charakteru prawnego umowy opcyjnej i jej przymiotów. Ostatecznie można przyjąć, że występuje konsensus co do samodzielności tej umowy na tle innych instytucji prawa cywilnego.

Słowa kluczowe: kontrakt opcyjny, rynki kapitałowe, instrumenty pochodne

Legal aspects of the option contract

S u m m a r y

An option is a derivative instrument which gives its holder a right to buy (call option) or sell (put option) an asset by a certain day for a fixed price. Holder of the option gets rid of a risk arising out of changes in the price of underlying instrument. The risk is transferred to the writer of an option who in turn gets a premium, usually in cash. Option contracts originate from ancient Greece but their present form is shaped by the common law system. In Poland options are traded both on Warsaw Stock Exchange and OTC market. Polish law does not contain legal definition of an option, so its existence is deduced from the freedom of contract principle. The character of an option contract in Polish legal system has been subject to analysis which resulted in creation of different theories. The consensus has been reached as to the independence of option contract in regard to other civil law institutions.

Keywords: option contract, capital markets, derivatives

Antoni Liśkiewicz,

Jagiellonian University, Faculty of Law and Administration,
ul. Gołębia 24, 31-007 Kraków,
a.liskiewicz@op.pl.