



Sygn. akt IV CSK 511/14

**WYROK**  
**W IMIENIU RZECZYPOSPOLITEJ POLSKIEJ**

Dnia 29 kwietnia 2015 r.

Sąd Najwyższy w składzie:

SSN Maria Szulc (przewodniczący)

SSN Antoni Górski

SSN Hubert Wrzeszcz (sprawozdawca)

w sprawie z powództwa J.C.  
przeciwko P. Spółce Akcyjnej  
o stwierdzenie nieważności ewentualnie o uchylenie uchwały,  
po rozpoznaniu na posiedzeniu niejawnym w Izbie Cywilnej  
w dniu 29 kwietnia 2015 r.,  
skargi kasacyjnej powoda  
od wyroku Sądu Apelacyjnego w [...]  
z dnia 11 kwietnia 2014 r.,

**oddala skargę kasacyjną.**

## UZASADNIENIE

Wyrokiem z dnia 2 lipca 2013 r. Sąd Okręgowy w G. stwierdził nieważność uchwały nr 1, podjętej przez nadzwyczajne walne zgromadzenie akcjonariuszy pozwanej spółki w dniu 31 stycznia 2012 .

Sąd ustalił, że w dniu 31 stycznia 2012 r. odbyło się walne zgromadzenie akcjonariuszy pozwanej, zwołane zgodnie z art. 402<sup>1</sup> i art. 402<sup>2</sup> k.s.h., w którym wzięło udział 9 akcjonariuszy posiadających 45 420 609 akcji, reprezentujących 35,33% kapitału zakładowego spółki. Podjęło ono uchwałę nr 1 w przedmiocie emisji warrantów subskrypcyjnych (§ 1), warunkowego podwyższenia kapitału zakładowego (§ 2), wyłączenia prawa poboru dotychczasowych akcjonariuszy (§ 3) i zmiany statutu pozwanej (§ 4).

Paragraf 1 ust. 1-3 wymienionej uchwały dotyczy emisji 60 000 000 warrantów subskrypcyjnych na okaziciela lub imiennych, które mogły być wyemitowane w formie zdematerializowanej bądź w formie dokumentu i wydawane w odcinkach zbiorowych, odpłatnie i nieodpłatnie. Zgodnie z § 1 ust. 4-6 uchwały jeden warrant subskrypcyjny uprawniał do objęcia jednej akcji serii E, a prawo do ich objęcia miało być realizowane najdalej do dnia 31 grudnia 2016 r.; akcjonariusze upoważnili zarząd spółki do wydawania warrantów w terminie krótszym niż maksymalny; warranty subskrypcyjne, w których prawo do objęcia akcji serii E nie zostanie zrealizowane do dnia 31 grudnia 2016 r., wygasają.

Warranty subskrypcyjne wydane w formie warrantów imiennych mogły być oferowane do objęcia w drodze oferty prywatnej podmiotom wybranym przez zarząd pozwanej, z zastrzeżeniem, że podmiotów tych będzie mniej niż 100. Pozostałe warranty (na okaziciela i nie posiadające formy dokumentu) mogły być oferowane w drodze oferty publicznej. Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy upoważniło zarząd spółki do podjęcia wszelkich działań związanych z emisją i przydziałem warrantów subskrypcyjnych, w szczególności do określenia liczby wydawanych warrantów na okaziciela i imiennych oraz w formie dokumentu i zdematerializowanych, jak też oferowanych w ramach oferty publicznej; określenia liczby warrantów wydawanych odpłatnie i nieodpłatnie oraz ich ceny emisyjnej;

określenia treści warrantów wydawanych w formie zdematerializowanej oraz w formie dokumentu i odcinka zbiorowego warrantów; zaoferowania mniejszej liczby warrantów niż liczba maksymalna; wydawania warrantów o odrębnych seriach, w tym określenia szczegółowych terminów wydawania; podejmowania wszelkich działań związanych z emisją i przydziałem warrantów. Uchwała przewiduje też możliwość oferowania w całości lub w części warrantów subskrypcyjnych oraz akcji serii E w ramach oferty publicznej oraz ubiegania się o dopuszczenie do wprowadzenia warrantów do obrotu na rynku regulowanym na Giełdzie Papierów Wartościowych, ale tylko w formie zdematerializowanej (§ 1 ust. 7-9).

Paragraf 2 uchwały dotyczy warunkowego podwyższenia kapitału zakładowego pozwanej o kwotę nie większą niż 600 000 000 zł przez emisję nie więcej niż 60 000 000 akcji zwykłych na okaziciela serii E, o wartości 10 zł każda. Celem warunkowego podwyższenia kapitału było przyznanie posiadaczom warrantów subskrypcyjnych praw do objęcia akcji serii E, które miały być wyemitowane na podstawie § 1 uchwały. Zgodnie z § 2 ust. 3-4 uchwały akcje serii E wydawane będą w zamian za wkłady pieniężne posiadaczom warrantów subskrypcyjnych, którzy złożą pisemne oświadczenie o objęciu tych akcji (zgodnie z art. 451 § 1 k.s.h.) i zapłacą cenę emisyjną akcji. Do jej określenia Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy upoważniło zarząd pozwanej, którego decyzja miała podlegać zatwierdzeniu przez radę nadzorczą. Zarząd został ponadto upoważniony do podjęcia wszelkich działań związanych z emisją i przydziałem akcji serii E posiadaczom warrantów subskrypcyjnych, a w szczególności do zawarcia w razie konieczności umowy z wybraną instytucją finansową, na podstawie której instytucja ta będzie wykonywać określone czynności związane z emisją i rejestracją akcji serii E w Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych oraz z ich dopuszczeniem i wprowadzeniem do obrotu na Giełdzie Papierów Wartościowych.

Na podstawie § 3 ust. 1 uchwały w interesie pozwanej pozbawiono dotychczasowych akcjonariuszy w całości prawa do poboru warrantów subskrypcyjnych oraz akcji serii E. Uzasadnieniem tego postanowienia była opinia zarządu pozwanej, stanowiąca załącznik nr 1 do uchwały. W § 3 ust. 2 uchwały określono przyczyny wyłączenia prawa poboru, wskazując na konieczność

zabezpieczenia środków finansowych na inwestycje, konsolidacje oraz rozwój projektów związanych z gazem łupkowym i ropą łupkową, zapewnienia środków finansowych na dalszy rozwój prac na strukturze S., w szczególności w zakresie przeprowadzenia opróbowania odwiertu i przystąpienia do przemysłowej eksploatacji węglowodorów, umożliwienia spełnienia warunków zawieszających umowy zawartej z francuskim koncernem T. w sprawie wspólnych inwestycji na złożu K. w ramach największej koncesji Grupy P., zabezpieczenia potrzeb płynnościowych spółki w związku z redukcją jej zadłużenia i umożliwienia realizacji zobowiązań wobec podmiotów finansujących.

W § 3 ust. 2 uchwały stwierdzono również, że pozwana zakłada możliwość przeprowadzenia jednej lub kilku ofert publicznych warrantów subskrypcyjnych i akcji serii E obejmowanych w ich wykonaniu, kierowanych do inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych na preferencyjnych warunkach rynkowych. Oferta publiczna byłaby przeprowadzona w celu umożliwienia szerokiemu gronu inwestorów budowania wartości rynkowej pozwanej, jednakże w celu zapewnienia elastyczności i możliwości dostosowania się pozwanej do warunków rynkowych niezbędne jest wyłączenie prawa poboru dotychczasowych akcjonariuszy. W związku z warunkowym podwyższeniem kapitału zakładowego na podstawie omawianej uchwały nadzwyczajne walne zgromadzenie akcjonariuszy postanowiło zmienić § 8a statutu spółki i nadać mu brzmienie określone w § 8 uchwały.

Zdaniem Sądu pierwszej instancji należało stwierdzić nieważność zaskarżonej uchwały, gdyż nie określono w niej grona osób uprawnionych do objęcia warrantów subskrypcyjnych (art. 453 § 3 pkt 1 k.s.h.), a więc i grona uprawnionych do objęcia akcji (art. 449 § 1 pkt 4 k.s.h.). Zaskarżona uchwała jest także sprzeczna z art. 453 § 3 pkt 2 k.s.h., upoważniła bowiem zarząd pozwanej do określenia ceny emisyjnej warrantów subskrypcyjnych, mimo że zgodnie z przytoczonym przepisem cenę emisyjną warrantów emitowanych odpłatnie lub sposób jej ustalenia powinna określać uchwała.

Zaskarżonym wyrokiem Sąd Apelacyjny zmienił wyrok Sądu Okręgowego w ten sposób, że oddalił powództwo i orzekł o kosztach procesu za obie instancje.

Podzielając dokonane w sprawie przez Sąd I instancji ustalenia faktyczne, Sąd odwoławczy uznał, że nie ma podstaw do przyjęcia, iż zaskarżona uchwała jest w rozumieniu art. 425 § 1 k.s.h. sprzeczna z prawem z powodów wskazanych w wyroku pierwszoinstancyjnym, spełnia ona zakwestionowane wymagania w stopniu wystarczającym. W zakresie, w jakim uchwała warunkowe podwyższenie kapitału zakładowego (§ 2), określa bowiem, zgodnie z art. 449 § 1 pkt 4 k.s.h. grono osób uprawnionych do objęcia akcji przez wskazanie posiadaczy warrantów subskrypcyjnych, wyemitowanych przez spółkę. W części odnoszącej się natomiast do emisji warrantów subskrypcyjnych (§ 1), określa uprawnionych do ich objęcia jako zbór podmiotów w liczbie nieprzekraczającej 100, wybranych przez zarząd spółki. Takie postanowienie uchwały w sposób racjonalny uwzględnia nie tylko konieczność zachowania przewidzianego w art. 453 § 3 pkt 1 k.s.h. wymagania formalnego, ale umożliwia organowi spółki najpełniej zorientowanemu w jej potrzebach (zarządowi), dokonanie odpowiedniego, zgodnego z interesem spółki wyboru spośród zgłaszających się potencjalnych nowych akcjonariuszy, gotowych wesprzeć finansowo cele inwestycyjne spółki, szeroko opisane w zaskarżonej uchwale.

Zdaniem Sądu Apelacyjnego, jeżeli ustawa nie precyzuje szczególnych wymagań dotyczących sposobu określenia podmiotów uprawnionych, to określenie ogólne należy uznać za dostatecznie spełniające przewidziane w ustawie wymagania obligatoryjne uchwały. W zaskarżonej uchwale krąg osób uprawnionych do objęcia akcji w warunkowo podwyższonym kapitale zakładowym został ograniczony do posiadaczy warrantów subskrypcyjnych, a ponadto uchwała określa krąg uprawnionych do objęcia warrantów jako zbiór podmiotów w liczbie nieprzekraczającej 100, wybranych przez zarząd spółki; są to cechy dostatecznie identyfikujące te podmioty.

W ocenie Sądu odwoławczego stanowisko Sądu pierwszej instancji dotyczące kwestii dopuszczalności przeniesienia na zarząd spółki kompetencji do decydowania o tym, które ze zgłaszających się osób będą mogły objąć emitowane warranty subskrypcyjne jest zbyt rygorystyczne. Walne zgromadzenie akcjonariuszy nie może delegować na zarząd swojej ustawowej kompetencji do podjęcia uchwały w przedmiocie emisji warrantów subskrypcyjnych w trybie

warunkowego podwyższenia kapitału zakładowego; zaskarżona uchwała spełnia jednak to wymaganie, została bowiem uchwalona przez najwyższy organ spółki. Zakaz delegowania kompetencji nie obejmuje natomiast sfery wykonania uchwały, które walne zgromadzenia akcjonariuszy może, choćby w drodze odpowiedniego zastosowania art. 432 § 1 pkt 4 w związku z art. 453 § 1 k.s.h., powierzyć zarządowi, bez uszczerbku dla obligatoryjnych wymagań uchwały. Podobnie należy ocenić przekazanie w zaskarżonej uchwale zarządowi spółki określenie ceny emisyjnej warrantów subskrypcyjnych (art. 453 § 1 pkt 2 k.s.h.). Sąd podkreślił, że przed ewentualną dowolnością decyzji zarządu w tym względzie (rozumianą jako oderwanie ceny emisyjnej od warunków ekonomicznych), chroni spółkę przewidziane w uchwale wymaganie uzyskania zgody rady nadzorczej spółki.

Zdaniem Sądu Apelacyjnego przewidziany w art. 449 § 1 pkt 1-4 k.s.h. katalog wymagań szczególnych nie ma charakteru zamkniętego. Nie można zatem uznać, mając na względzie zawarte w art. 453 § 1 k.s.h. odesłanie do stosowania przepisów rozdziału 4, za sprzeczne z prawem zamieszczenie w uchwale dodatkowych postanowień, w tym upoważnienia zarządu do wyboru podmiotów, które będą mogły objąć zaoferowane im warrandy subskrypcyjne.

W skardze kasacyjnej, opartej na pierwszej podstawie, pełnomocnik powoda zarzucił naruszenie art. 449 § 1 pkt 4 w związku z art. 453 § 3 pkt 1 k.s.h., art. 453 § 3 pkt 1 k.s.h. i art. 453 § 1 pkt 2 k.s.h. Powołując się na tę podstawę wniósł o uchylenie zaskarżonego wyroku i oddalenie apelacji pozwanej.

Sąd Najwyższy zważył, co następuje:

Zarzut naruszenia art. 449 § 1 pkt 4 w związku z art. 453 § 3 pkt 1 k.s.h. i art. 453 § 1 pkt 3 k.s.h. przez ich błędną wykładnię w istocie sprowadza się do kwestii, w jaki sposób walne zgromadzenia akcjonariuszy spółki publicznej w uchwale o warunkowym podwyższeniu kapitału zakładowego, powziętej w celu przyznania praw do objęcia akcji przez posiadaczy warrantów subskrypcyjnych, powinno określić uprawnionych do objęcia warrantów subskrypcyjnych, zwłaszcza czy może to zrobić przez wskazanie, że warrandy subskrypcyjne zostaną zaoferowane podmiotom wybranym przez zarząd spółki. Zdaniem skarżącego

przyjęte w zaskarżonej uchwale określenie uprawnionych do objęcia warrantów subskrypcyjnych nie spełnia ustawowego wymagania.

Z zaskarżonej uchwały wynika, że warrantów subskrypcyjne mogą być oferowane zarówno w drodze oferty publicznej, jak i prywatnej. Nie powinno budzić wątpliwości, że za przeprowadzenie oferty, niezależnie od tego, czy jest to oferta publiczna czy prywatna, odpowiedzialny jest zarząd spółki, do którego należy wykonywanie uchwał walnego zgromadzenia akcjonariuszy. W uchwale o emisji warrantów subskrypcyjnych, oferowanych w drodze oferty publicznej – ze względu na specyfikę i charakter tej oferty - często nie ma możliwości wskazania podmiotów uprawnionych do objęcia warrantów. Zgodnie bowiem z art. 3 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (jedn. tekst Dz. U. z 2009 r., Nr 207, poz. 1729 ze zm. - dalej: „ustawa o ofercie”), ofertą publiczną jest udostępnienie, co najmniej 150 osobom lub nieoznaczonemu adresatowi, w dowolnej formie i w dowolny sposób, informacji o papierach wartościowych i warunkach ich nabycia, stanowiących wystarczającą podstawę do podjęcia decyzji o nabyciu tych papierów wartościowych.

Ze względu na sposób realizacji oferty publicznej, spółka (emitent) podmioty uprawnione do objęcia papierów wartościowych (w tym warrantów subskrypcyjnych) w praktyce poznaje po upływie kilku miesięcy od podjęcia uchwały o emisji warrantów subskrypcyjnych. Nie sposób zatem uznać, że uchwała o emisji warrantów subskrypcyjnych, w drodze oferty publicznej kierowanej do nieoznaczonego adresata, jest nieważna z tego powodu, że nie określa podmiotów uprawnionych do objęcia warrantów subskrypcyjnych. Jest bowiem oczywiste, że spółka na etapie podejmowania decyzji nie wie, kto ostatecznie będzie zainteresowany nabyciem warrantów subskrypcyjnych, a jednocześnie nie ma wątpliwości, że nie może dojść do emisji warrantów subskrypcyjnych bez stosownej uchwały walnego zgromadzenia akcjonariuszy.

Również w wypadku uchwały w sprawie emisji warrantów subskrypcyjnych, oferowanych w drodze oferty prywatnej, te same argumenty celowościowe, które dotyczą oferty publicznej, przemawiają przeciwko stwierdzeniu nieważności

zaskarżonej uchwały z tego powodu, że nie określa ona precyzyjnie podmiotów uprawnionych do objęcia warrantów subskrypcyjnych, w sytuacji, w której nie są one znane spółce na etapie podejmowania uchwały, a dopiero zadaniem zarządu spółki będzie pozyskanie, w związku z podjętą uchwałą, inwestorów gotowych objąć warrantów subskrypcyjne. Jeżeli ze względów celowościowych można oferować na podstawie ustawy o ofercie warrantów subskrypcyjnej nieoznaczonemu adresatowi, a więc w istocie każdemu, to tym bardziej można upoważnić zarząd, aby ten zaoferował warrantów subskrypcyjnej podmiotom przez siebie wybranym. Trudno znaleźć - nie wskazuje ich także skarżący - racjonalne powody przemawiające przeciwko temu, aby zarząd spółki, działając na podstawie wyraźnego upoważnienia walnego zgromadzenia akcjonariuszy spółki, nie mógł samodzielnie pozyskiwać inwestorów gotowych objąć warrantów subskrypcyjnej w ramach oferty prywatnej. Po pierwsze, walne zgromadzenie akcjonariuszy nie jest w stanie tego zrobić. Po drugie, to zarząd spółki najlepiej wie, do kogo i w jaki sposób powinna zostać skierowana oferta objęcia warrantów subskrypcyjnych w celu możliwie szybkiego pozyskania kapitału. Nieuzasadnione są też obawy, że w wypadku spółki publicznej wybór inwestorów przez zarząd może mieć negatywny wpływ na spółkę czy akcjonariuszy. Natura notowanej na giełdzie spółki polega bowiem na tym, że każdy może zostać jej akcjonariuszem (w drodze oferty publicznej lub odkupienia akcji na rynku wtórny); każdy może też w dowolnym czasie pozbyć się akcji takiej spółki.

Skarżący, domagając się stwierdzenia nieważności zaskarżonej uchwały z powodu przyjętego w niej sposobu określenia uprawnionych do objęcia warrantów subskrypcyjnych, zdaje się przyjmować założenie, że pozwana spółka w chwili podejmowania tej uchwały miała obowiązek wiedzieć, kto ostatecznie obejmie warrantów subskrypcyjnej. Tymczasem w praktyce tylko w nielicznych wypadkach spółka może mieć taką wiedzę, np. gdy oferuje objęcie warrantów subskrypcyjnych pracownikom czy członkom zarządu. Zasadą jest jednak, że spółka w chwili podejmowania uchwały o emisji warrantów subskrypcyjnych nie wie, kto je obejmie. Dopiero bowiem zarząd spółki na podstawie stosownej uchwały podejmuje działania zmierzające do pozyskania inwestorów gotowych objąć warrantów subskrypcyjnej oferowane w drodze oferty prywatnej.



Podniesiony w skardze kasacyjnej zarzut, że w zaskarżonej uchwale określono w sposób niedostateczny uprawnionych do objęcia warrantów subskrypcyjnych nie uwzględnia - co trafnie podkreślił Sąd odwoławczy - celu jakiemu ma służyć wykorzystana przez pozwaną instytucja warunkowego podwyższenia kapitału zakładowego. Celem tej instytucji jest m.in. umożliwienie spółce przeprowadzenia w dogodnym terminie emisji warrantów subskrypcyjnych dla osób spoza grona akcjonariuszy. Instrument ten ma być elastycznym sposobem dokapitalizowania spółki, zapewniającym efektywne pozyskanie kapitału. Jest zatem zrozumiałe, że pozwana, podejmując próbę pozyskania finansowania na kwotę 600 000 000 zł i mając na względzie troskę o efektywność tej próby, krąg potencjalnych inwestorów starała się określić szeroko. Potencjalnymi inwestorami były dla niej zatem zarówno instytucje finansowe (banki, fundusze inwestycyjne), jak i inwestorzy indywidualni (spółki, osoby fizyczne), podmioty krajowe i zagraniczne. Wymienienie w zaskarżonej uchwale w taki sposób uprawnionych do objęcia warrantów subskrypcyjnych w istocie w niczym nie różniłoby się od przyjętego w zaskarżonej uchwale sposobu określenia potencjalnych inwestorów. Ostatecznie bowiem zarząd spółki, wykonujący uchwałę w sprawie emisji warrantów subskrypcyjnych, oferowanych w drodze oferty prywatnej, wybierałby najbardziej odpowiednie podmioty. Nikt lepiej niż zarząd spółki nie zna potrzeb finansowych spółki, potencjalnych źródeł finansowania i uwarunkowań rynkowych.

Kwestionując treść zaskarżonej uchwały w zakresie przewidzianego w art. 453 § 3 pkt 1 k.s.h. wymagania określenia uprawnionych do objęcia warrantów subskrypcyjnych skarżący pomija okoliczność, że pozwana jest spółka publiczną. Jeżeli w wypadku spółki nienotowanej na giełdzie, o stosunkowo nielicznym akcjonariacie, jej akcjonariusze mogą być zainteresowani względną kontrolą nad tym, kto w przyszłości zostanie jej akcjonariuszem, to w odniesieniu do spółki publicznej kwestia ta nie większego znaczenia, gdyż cechą spółki publicznej jest zmienność i anonimowość akcjonariatu. Akcjonariat spółki publicznej zmienia się wielokrotnie podczas dnia sesyjnego. Akcjonariuszem takiej spółki może zostać każdy, kto ma kapitał, niezależnie od woli pozostałych akcjonariuszy, wynika to z natury i celu spółki publicznej.

W literaturze trafnie wskazuje się, że interpretując normę należy mieć na względzie konsekwencje społeczne i ekonomiczne, do jakich prowadzi określona wykładnia, i wybrać taką interpretację, która prowadzi do rezultatów najkorzystniejszych i jednocześnie racjonalnych.

Mając na względzie powyższe należało podzielić stanowisko Sądu odwoławczego, że cel, jakiemu ma służyć wykorzystana przez pozwaną instytucja warunkowego podwyższenia kapitału i zawarte w kodeksie spółek handlowych unormowania, niewymagające imiennego określenia podmiotów uprawnionych do objęcia zarówno warrantów subskrypcyjnych, jak i akcji w warunkowo podwyższonym kapitale zakładowym, ani nieokreślające stopnia szczegółowości oznaczenie tych podmiotów, przemawiają za uznaniem, że przyjęty w zaskarżonej uchwale sposób określenia uprawnionych do objęcia warrantów subskrypcyjnych i akcji w warunkowo podwyższonym kapitale zakładowym odpowiada wymaganiom przewidzianym w kodeksie spółek handlowych (art. 449 § 1 pkt 4 i art. 453 § 3 pkt 1). To oznacza, że zarzut wydania zaskarżonego wyroku z naruszeniem przytoczonych wyżej przepisów prawa należało uznać za nieuzasadniony.

Nieuzasadniony jest także zarzut naruszenia art. 453 § 3 pkt 2 k.s.h. przez jego błędną wykładnię polegającą - zdaniem skarżącego - na uznaniu, że upoważnienie zarządu spółki do określenia ceny warrantu subskrypcyjnego odpowiada przewidzianemu w przytoczonym przepisie wymaganiu uchwały o emisji warrantów subskrypcyjnych.

Zgodnie z art. 453 § 3 pkt 2 k.s.h. uchwała o emisji warrantów subskrypcyjnych powinna określać cenę emisyjną lub sposób jej ustalenia, jeżeli warranty subskrypcyjne mają być emitowane odpłatnie. W rozumieniu tego przepisu sposób ustalenia ceny emisyjnej warrantu subskrypcyjnego - jak wskazuje się w literaturze - może polegać na wskazaniu sztywnego algorytmu, który w sposób jednoznaczny na podstawie przyszłych zdarzeń pozwalałby ustalić cenę emisyjną (np. cena wynosi 10% średniej ceny rynkowej instrumentu bazowego obliczonej na podstawie kursu giełdowego z 14 dni po podjęciu uchwały emisyjnej), na wskazaniu podmiotu uprawnionego do jej ustalenia (np. przekazanie tej

kompetencji radzie nadzorczej spółki) czy ustaleniu ceny przez osobę trzecią (subemitenta). W piśmiennictwie wyraźnie stwierdzono, że w wypadku emisji odpłatnej warrantów subskrypcyjnych uchwała nie musi wskazywać ceny emisyjnej, ale może np. upoważnić zarząd lub radę nadzorczą do jej ustalenia. Nie wyklucza się także wskazania sposobu, obejmującego wyłącznie procedurę ustalenia ceny, która zależec będzie od określonej w uchwale osoby (np. cena emisyjna zostanie wskazana przez prezesa zarządu spółki).

Argumentu za przyjętym w zaskarżonej uchwale sposobem ustalenia ceny emisyjnej warrantów subskrypcyjnych dostarcza także art. 453 § 1 k.s.h. zawierający odesłanie do odpowiedniego stosowania do docelowego i warunkowego podwyższenia kapitału zakładowego przepisów regulujących zwykłe podwyższenie kapitału zakładowego. Znajdujący zastosowanie na podstawie tego odesłania art. 432 § 1 pkt 4 k.s.h. stanowi zaś, że uchwała o zwykłym podwyższeniu kapitału zakładowego powinna zawierać cenę emisyjną nowych akcji lub upoważnienie zarządu albo rady nadzorczej do oznaczenia ceny emisyjnej.

Nieuzasadnione są także obawy, że zarząd spółki uzyskuje całkowitą swobodę w ustaleniu ceny emisyjnej warrantów subskrypcyjnych. Zgodnie bowiem z § 1 pkt 9b zaskarżonej uchwały zaproponowane przez zarząd spółki warunki oferty publicznej, w tym jej wielkość oraz cena emisyjna warrantów subskrypcyjnych i akcji serii E wymagają uzyskania zgody rady nadzorczej spółki. Z opinii zarządu spółki z dnia 5 stycznia 2012 r. wynika ponadto, że decyzja o odpłatnym lub nieodpłatnym charakterze emisji warrantów subskrypcyjnych i wysokości ewentualnej ceny emisyjnej zostanie podjęta przez zarząd z uwzględnieniem sytuacji na rynku kapitałowym i kursu akcji spółki.

Kwestionując przyjęty w zaskarżonej uchwale sposób ustalenia ceny emisyjnej warrantów subskrypcyjnych, skarżący pomija, że emisja warrantów subskrypcyjnych jest procesem dynamicznym i uzależnionym od wielu czynników zewnętrznych. Dlatego zrozumiałe jest, że pozwana nie zdecydowała się na określenie w uchwale „sztywnej” ceny emisyjnej warrantów subskrypcyjnych. Przyjęty przez pozwaną sposób ustalenia ceny emisyjnej warrantów subskrypcyjnych pozwala zarządowi, stosownie do przebiegu procesu emisji

warrantów subskrypcyjnych, możliwie najtrafniej ustalić cenę emisyjną warrantów subskrypcyjnych..

Należy także podkreślić, że emisja warrantów subskrypcyjnych jest tylko ogniwiem łączącym warunkowe podwyższenie kapitału z emisją akcji. Emisja warrantów subskrypcyjnych jedynie uprawnia do objęcia akcji. Podwyższenie kapitału zakładowego nastąpi natomiast na skutek objęcia akcji wyłącznie za wkłady pieniężne. Do określenia ceny akcji w zaskarżonej uchwale został upoważniony, zgodnie z art. 432 § 4 w związku z art. 453 § 1 k.s.h. zarząd spółki, z zastrzeżeniem, że ustalenie ceny wymaga zatwierdzenia rady nadzorczej spółki. Jest zatem oczywiste, że nie cena emisyjna warrantów subskrypcyjnych, a cena emisji akcji ma realny wpływ na wartość podwyższanego kapitału zakładowego spółki. Z tego też względu trudno znaleźć racjonalne powody przemawiające przeciwko temu, że zarząd spółki, który władny jest ustalić cenę akcji, nie może określić ceny emisyjnej warrantu subskrypcyjnego.

Z przedstawionych powodów należało również podzielić stanowisko Sądu odwoławczego, że przyjęty w zaskarżonej uchwale sposób ustalenia ceny emisyjnej warrantów subskrypcyjnych nie uzasadnia stwierdzenia nieważności tej uchwały.

Z tych względów Sąd Najwyższy orzekł, jak w sentencji wyroku (art. 398<sup>14</sup> k.p.c.).