



Sygn. akt V CSK 506/18

WYROK W IMIENIU RZECZYPOSPOLITEJ POLSKIEJ

Dnia 23 czerwca 2020 r.

Sąd Najwyższy w składzie:

SSN Karol Weitz (przewodniczący)

SSN Paweł Grzegorzczak (sprawozdawca)

SSN Anna Kozłowska

Protokolant Barbara Kryszkiewicz

w sprawie z powództwa R. F.

przeciwko M. G., R. K. i T. P.

o zapłatę,

po rozpoznaniu na rozprawie w Izbie Cywilnej w dniu 23 czerwca 2020 r.,

skargi kasacyjnej powoda od wyroku Sądu Apelacyjnego w (...)

z dnia 27 kwietnia 2018 r., sygn. akt I ACa (...), I ACz (...),

uchyla zaskarżony wyrok w punktach 1 (pierwszym) i 2 (drugim) i przekazuje w tym zakresie sprawę Sądowi Apelacyjnemu w (...) do ponownego rozpoznania, pozostawiając temu Sądowi rozstrzygnięcie o kosztach postępowania kasacyjnego.

UZASADNIENIE

Powód R. F. domagał się zasądzenia solidarnie od pozwanych M. G., T. P. i R. K. na swoją rzecz kwoty 3 000 000 zł z ustawowymi odsetkami, a ponadto solidarnie od pozwanych odsetek od kwoty 3 000 000 zł w wysokości 11% w stosunku rocznym za okresy wskazane w pozwie tytułem naprawienia szkody związanej z zakupem obligacji wyemitowanych przez spółkę G. S.A. z siedzibą w K. (G.), której członkami zarządu byli pozwani.

Sąd pierwszej instancji – Sąd Okręgowy w K. ustalił, że od 2008 r. G. emitowała w celu pozyskiwania zewnętrznego finansowania działalności gospodarczej dłużne papiery wartościowe w kolejnych seriach. Papiery te były następnie wielokrotnie konwertowane na dług z kolejnych emisji obligacji, co prowadziło do zwiększenia zadłużenia wobec obligatariuszy. Zgodnie z danymi na dzień 22 czerwca 2012 r. jednym z akcjonariuszy G. była M. Sp. z o.o. dysponująca 70,32% udziału w ogólnej liczbie głosów, której założycielem był M. G. Od dnia rejestracji spółki G. prezesem jej zarządu był M. G., który w dniu 21 marca 2014 r. złożył rezygnację z pełnienia funkcji.

W dniu 24 lipca 2012 r. wskutek rolowania obligacji serii L wyemitowanych uprzednio przez G. powód objął obligacje serii L¹ na kwotę 3 000 000 zł w liczbie 300 sztuk po cenie emisyjnej 10 000 zł. Decyzje w przedmiocie emisji obligacji serii L¹ i sposobu jej przeprowadzenia zostały podjęte przez zarząd G. na posiedzeniach w dniach 27 i 29 czerwca 2012 r. Łącznie wyemitowano 871 obligacji imiennych serii L¹, każda o wartości nominalnej 10 000 zł. Wartość obligacji wynosiła 8 710 000 zł. Obligacje były oprocentowane według stałej stopy procentowej 11% w skali roku, liczonej od wartości nominalnej obligacji, począwszy od daty przydziału. Dzień wykupu obligacji ustalono na 31 lipca 2014 r. Obligacje posiadały status zabezpieczonych, zaś zabezpieczeniem miała być hipoteka łączna na wszystkich bądź wskazanych przez emitenta nieruchomościach określonych w załączniku nr 2 do propozycji nabycia. W związku z rolowaniem obligacji serii L powód otrzymał odsetki, które po zapłacie podatku wynosiły 611 000 zł.

Celem emisji obligacji serii L¹ było pozyskiwanie kapitału na refinansowanie zadłużenia emitenta z tytułu wyemitowanych obligacji imiennych serii L i na finansowanie bieżącej działalności gospodarczej emitenta. Cele emisji nie mogły ulec zmianie. Obligacje zostały zabezpieczone na nieruchomościach położonych w K. przy ul. K., na nieruchomości położonej w M. i na nieruchomościach położonych w B., które należały do podmiotu trzeciego - spółki A. Łączna wartość nieruchomości, na których zostało ustanowione zabezpieczenie świadczeń pieniężnych wynikających z emisji obligacji L¹, wyniosła 42 733 488,08 zł. W propozycji nabycia obligacji zapisano, że emitent będzie udostępniał w swojej siedzibie obligatariuszowi do dnia wykupu roczne sprawozdania finansowe za każdy rok obrotowy z opinią biegłego rewidenta, zgodnie z art. 10 ust. 4 ustawy z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach (jedn. tekst: Dz. U. z 2014 r., poz. 730, dalej - „u.o.”, obecnie uchylona).

Przed podpisaniem deklaracji nabycia obligacji serii L¹ powód został poinformowany przez pośrednika G. – A. F. - o celach emisji obligacji, sposobie zabezpieczenia emisji i o sytuacji finansowej emitenta. Podpisał również oświadczenie, że zapoznał się z dokumentami dotyczącymi celu emisji obligacji, ich zabezpieczenia i kondycji finansowej emitenta, mimo że w rzeczywistości tego nie zrobił. W celu zweryfikowania podanych przez pośrednika informacji powód nie skorzystał z prawa przejrzenia wyceny przedmiotu zabezpieczenia wyemitowanych obligacji serii L¹, która była dostępna w siedzibie emitenta. Podobnie sytuacja przedstawiała się w przypadku nabywców obligacji innych serii niż seria L¹, którzy dokonując ich zakupu opierali się na wiedzy pośrednika, nie czytając dokumentacji. Nabywcy zeznali, że w momencie zakupu wszystko było dla nich jasne, pewne, bezpieczne i nie czuli potrzeby dopytywania emitenta o jego sytuację finansową.

Postanowieniem z dnia 2 grudnia 2014 r. Sąd Rejonowy w K. ogłosił upadłość z możliwością zawarcia układu G. Po emisji obligacji serii L¹ G. wyemitowała także obligacje serii X¹, N², R¹, AT, O¹ i M¹ i nie realizowała zobowiązań z tytułu wykupu uprzednio wyemitowanych obligacji serii T i W. Powód nie otrzymał żadnej kwoty z tytułu wykupu obligacji serii L¹ wyemitowanych przez G.

Analizując ustalone okoliczności faktyczne w powiązaniu z przepisami ustawy o obligacjach obowiązującej w dacie zakupu obligacji, tj. w dniu 24 lipca 2012 r. Sąd Okręgowy uznał, że powództwo nie zasługiwało na uwzględnienie.

Zdaniem Sądu Okręgowego, z dokumentów w postaci odcinka zbiorowego obligacji imiennych serii L¹ przeznaczonego dla powoda, warunków emisji i z propozycji nabycia obligacji wynikało, że cel emisji obligacji był podany, a zatem powód nie został wprowadzony w błąd co do celu emisji. Inną sprawą jest, że powód, jak wynikało z jego zeznań, przed złożeniem podpisu nie zapoznał się dokładnie z dokumentacją. W ocenie Sądu, powód, jako osoba dorosła, powinien mieć świadomość, że złożenie podpisu pod dokumentem jest tożsame z oświadczeniem woli. Podpisując deklarację nabycia obligacji powód wyraził wolę ich nabycia i zaakceptował zasady emisji, a niezapoznanie się z treścią zapisu, czy jego niezrozumienie po złożeniu podpisu, nie ma znaczenia.

Sąd Okręgowy przyjął, że zgodnie z dokumentacją zabezpieczeniem obligacji była hipoteka łączna, która mogła być ustanowiona na wszystkich bądź części nieruchomości, według uznania emitenta. Spośród 28 nieruchomości wskazanych w załączniku nr 2 do propozycji nabycia obligacji emitent mógł zatem ustanowić zabezpieczenie na 7 wybranych nieruchomościach. Łączna wartość tych nieruchomości przekraczała ponad czterokrotnie wartość obligacji wyemitowanych w serii L¹ wraz z odsetkami. Fakt, że dokonano zabezpieczenia na nieruchomościach należących do podmiotu trzeciego nie stał w sprzeczności z warunkami emisji. Postanowienia dotyczące zabezpieczenia obligacji nie gwarantowały, że wpis w księdze wieczystej zostanie dokonany z numerem jeden. Każda z hipotek została wpisana na miejscu porządkowym 2, a ustalony sposób zabezpieczenia miał realny charakter. Wycena przedmiotu hipoteki została dokonana przez uprawnionego biegłego. Przepis art. 10 ust. 2 u.o. nie ustanawiał po stronie emitenta obowiązku dostarczenia wyceny obligatariuszowi, lecz jej udostępnienia. Wycena była dostępna w siedzibie emitenta i powód mógł się z nią w każdej chwili zapoznać, jednak nie podjął w tym celu żadnych kroków.

Sąd Okręgowy zauważył, że w momencie rolowania obligacji serii L na obligacje serii L¹ powód otrzymał od emitenta odsetki, które po uiszczeniu podatku

wyniosły 611 000 zł. Powód powinien się jednak liczyć z tym, że nieodzownym zjawiskiem towarzyszącym wszystkim inwestycjom na rynku kapitałowym lub finansowym jest ryzyko. Jest tak tym bardziej, że powód jest przedsiębiorcą. Zabezpieczenie emisji obligacji ma na celu łatwiejsze dochodzenie przez obligatariusza należności z tytułu zobowiązań pieniężnych wynikających z emisji obligacji, co niewątpliwie wpływa na pozytywną ocenę jakości oferowanych obligacji. Ustanowienie zabezpieczenia nie daje jednak pełnej gwarancji zaspokojenia zobowiązań wobec obligatariusza. Zdaniem Sądu, z uwagi na charakter obligacji korporacyjnych powód, jako inwestor, powinien ocenić spółkę będącą emitentem. Solidna i dokładna analiza modelu biznesowego, struktur przedsiębiorstwa, poznanie osób zarządzających i przede wszystkim rzetelna ocena możliwości obsługi długu pozwoliłaby na zminimalizowanie ryzyka kredytowego. Tymczasem powód nie podjął żadnych starań w tym zakresie.

W tym stanie rzeczy, zdaniem Sądu Okręgowego, nie było podstaw do przypisania pozwanym odpowiedzialności za szkodę na mocy art. 415 k.c. z uwagi na niespełnienie przesłanki w postaci zawinionego zachowania pozwanych. Analizę pozostałych przesłanek odpowiedzialności Sąd uznał za zbędną. W związku tym, wyrokiem z dnia 13 czerwca 2017 r., Sąd oddalił powództwo w całości.

Na skutek apelacji powoda, Sąd drugiej instancji - Sąd Apelacyjny w (...), wyrokiem z dnia 27 kwietnia 2018 r., oddalił apelację i orzekł o kosztach postępowania.

Sąd Apelacyjny wskazał na wstępie, że pozwani, będący członkami zarządu G., na dzień podejmowania uchwały o emisji obligacji serii L¹ i przy jej podejmowaniu działali jako organ osoby prawnej. W konsekwencji ewentualna wadliwość uchwały o emisji obligacji, jeżeli miała miejsce i była przyczyną szkody po stronie powoda, rodzi odpowiedzialność odszkodowawczą reprezentowanej przez pozwanych spółki, nie zaś pozwanych, jako członków zarządu spółki akcyjnej. Dlatego też podstaw prawnych odpowiedzialności pozwanych, jako członków zarządu, należało poszukiwać przede wszystkim w art. 484 k.s.h., zgodnie z którym ten, kto współdziałał w wydaniu przez spółkę bezpośrednio lub za pośrednictwem

osób trzecich akcji, obligacji lub innych tytułów uczestnictwa w zyskach albo podziale majątku, obowiązany jest do naprawienia wyrządzonej szkody, jeżeli zamieścił w ogłoszeniach lub zapisach fałszywe dane lub w inny sposób dane te rozpowszechniał albo, podając dane o stanie majątkowym spółki, zataił okoliczności, które powinny być ujawnione zgodnie z obowiązującymi przepisami.

Sąd Apelacyjny zauważył, że zgodnie z art. 490 k.s.h. przepisy art. 479-489 k.s.h. nie naruszają praw akcjonariuszy oraz innych osób do dochodzenia naprawienia szkody na zasadach ogólnych. Niezależnie jednak od tego, czy pozwani mieliby ponieść odpowiedzialność za błędną decyzję inwestycyjną na podstawie art. 484 k.s.h., czy na podstawie art. 415 k.c. w związku z art. 490 k.s.h., niezbędne było, w ocenie Sądu, wykazanie przez powoda, że pozwani jako członkowie zarządu G. w sposób bezprawny i zawiniony doprowadzili powoda do podjęcia błędnej decyzji inwestycyjnej. Bezprawność działania lub zaniechania pozwanych w opracowaniu informacji wskazanych w ofercie nabycia obligacji musi być przy tym związana z identyfikacją obowiązku zamieszczenia prawdziwych informacji, wymaganych przez przepisy szczególne, w tym zwłaszcza art. 5 i art. 10 u.o.

Odnosząc się do zarzutów apelacji Sąd Apelacyjny nie podzielił stanowiska powoda, jakoby kluczowe znaczenie w sprawie miał dowód z opinii biegłego, którego przeprowadzenia zaniechał Sąd Okręgowy. Wskazał ponadto, że po oddaleniu wniosku o przeprowadzenie dowodu powód nie zgłosił zastrzeżenia na podstawie art. 162 k.p.c., tymczasem, zgodnie z art. 162 § 2 k.p.c., stronie, która zastrzeżenia nie zgłosiła, nie przysługuje prawo powoływania się na uchybienie w dalszym toku postępowania.

Zdaniem Sądu Apelacyjnego, powód, wbrew zarzutom apelacji, znał cel emisji obligacji i sposób zabezpieczenia, które zostało dokonane zgodnie z przepisami ustawy o obligacjach z 1995 r. Podane zostały także informacje o sytuacji finansowej emitenta. Powód w każdej chwili mógł w siedzibie emitenta zapoznać się z rocznymi sprawozdaniami finansowymi za każdy rok obrotowy emitenta wraz z opinią biegłego rewidenta dotyczącą wyceny przedmiotów stanowiących zabezpieczenie wyemitowanych obligacji. Sąd Apelacyjny zauważył,

że powód przyznał, iż zaoferowane zabezpieczenie obligacji spełniało wymagania formalne, co musi być utożsamione z uznaniem, że sposób zabezpieczenia był zgodny z ustawą o obligacjach z 1995 r.

Sąd Apelacyjny przyjął także, że w ofercie skierowanej do powoda nie zostały zamieszczone nieprawdziwe dane. Analiza zarzutów apelacji prowadziła do wniosku, że powód nie zarzucał nieprawdziwości wyceny przedmiotu hipoteki, z której wynikało, iż wartość obciążonych nieruchomości wynosiła ponad 40 000 000 zł, lecz upatrywał źródła odpowiedzialności pozwanych w posiadaniu przez nich świadomości o niemożności uzyskania zaspokojenia z zabezpieczenia hipotecznego, mimo prawidłowego określenia jego wartości, w związku z prognozowaną niemożnością uzyskania zaspokojenia wskutek pierwszeństwa wierzyciela z wcześniej ustanowioną hipoteką, a także wskutek niemożności uzyskania w drodze sprzedaży egzekucyjnej sumy odpowiadającej wartości rynkowej nieruchomości.

Sąd Apelacyjny zauważył w tym kontekście, że ustanowienie hipoteki jako zabezpieczenia wierzytelności wynikających z obligacji wymagało od emitenta poddania przedmiotu hipoteki wycenie przez uprawnionego biegłego. Wycena taka została wykonana i to z niej właśnie wynikała wartość nieruchomości, na których ustanowiono zabezpieczenie (hipotekę łączną), a była to kwota 42 733 488,08 zł. Do obowiązków emitenta obligacji, a także pozwanych, jako osób współdziałających w emisji obligacji, nie należało dokonywanie oceny realności uzyskania ze sprzedaży nieruchomości sumy odpowiadającej wartości rynkowej wynikającej z wyceny. Oceny takiej powinien dokonać inwestor (obligatariusz) w ramach oceny ryzyka związanego z inwestycją (zakupem obligacji). Kwestia posiadania przez pozwanych świadomości (wiedzy) o istniejących obciążeniach hipotecznych na nieruchomościach, na których zostało następnie ustanowione zabezpieczenie wierzytelności wynikających z obligacji serii L¹, nie była, zdaniem Sądu Apelacyjnego, istotna w okolicznościach sprawy. W skierowanej do powoda propozycji objęcia obligacji serii L¹ znajdował się wykaz nieruchomości, na których mogło być ustanowione zabezpieczenie, z podanymi numerami ksiąg wieczystych. Sprawdzenie, czy na nieruchomościach tych są

ustanowione hipoteki, na czyją rzecz i do jakiej wysokości, było zatem możliwe i nie powinno nastęrczać powodowi trudności.

Powód nie ustalił tych okoliczności, a nawet nie zapoznał się z dokumentami dotyczącymi celu emisji obligacji, ich zabezpieczenia i kondycji finansowej emitenta, mimo że w deklaracji nabycia obligacji potwierdził zapoznanie się z dokumentacją. Powód nie skorzystał także z prawa przejrzania wyceny przedmiotu zabezpieczenia, która była dostępna w siedzibie emitenta. Emitent w skierowanej do powoda propozycji nabycia obligacji serii L¹ podał wszystkie dane wymagane przepisami ustawy o obligacjach z 1995 r. i nie zatajał przed powodem informacji pozwalających podjąć decyzję o objęciu obligacji. Dlatego też, zdaniem Sądu Apelacyjnego, to nie działanie lub zaniechanie pozwanych, lecz niefrasobliwość powoda spowodowała, że podjął decyzję, aktualnie ocenioną jako niewłaściwą i powodującą uszczerbek majątkowy.

Do sformułowania zarzutu bezprawności działania lub zaniechania pozwanych zarówno na podstawie art. 415 k.c., jak i art. 484 k.s.h., niezbędne jest wykazanie, że doszło do naruszenia obowiązku wynikającego z przepisów prawa. Zarzuty powoda koncentrowały się na twierdzeniach, że postępowanie pozwanych wprowadziło powoda (oraz innych inwestorów) w błąd co do oceny ryzyka związanego z objęciem obligacji serii L¹. Tej oceny, zdaniem Sądu Apelacyjnego, nie można było podzielić, mając na względzie wypełnienie przez pozwanych i tym samym przez emitenta wszystkich obowiązków informacyjnych, które wynikały z miarodajnej w sprawie ustawy o obligacjach z 1995 r. Pozwani, jako członkowie zarządu emitenta obligacji, nie zamieścili w ofercie skierowanej do powoda fałszywych danych i nie zataili okoliczności, które powinny zostać ujawnione zgodnie z obowiązującymi przepisami. Sąd zaznaczył przy tym, że zgodnie z art. 10 ust. 1 pkt 7 u.o. w ofercie wskazano, że wartość zobowiązań emitenta na ostatni dzień kwartału poprzedzającego złożenie propozycji nabycia obligacji wyniosła blisko 170 000 000 zł, a w okresie zapadalności obligacji emitent nie spodziewa się powiększenia o więcej niż 30% poziomu zobowiązań. Wyrażono również deklarację udostępniania sprawozdań finansowych za każdy rok obrotowy wraz z opinią biegłego rewidenta. Pozwani prawidłowo wykonali ciążące na nich obowiązki

związane z emisją obligacji i nie sposób przypisać im, w ocenie Sądu, działań lub zaniechań sprzecznych z wymaganiami ustawy.

Końcowo Sąd Apelacyjny podkreślił, że powód, składając oświadczenie o objęciu obligacji serii L¹, nie zapoznał się nawet z tymi informacjami, które aktualnie ocenia jako niedostateczne, nie mówiąc o wykazaniu woli poznania szczegółów oferty, w tym wyceny nieruchomości stanowiących przedmiot zabezpieczenia. Oceny zgodności z prawem postępowania pozwanych nie zmieniają również, zdaniem Sądu Apelacyjnego, twierdzenia apelacji dotyczące porównania zawartości składanych poprzednio lub składanych innym podmiotom przez emitenta ofert nabycia obligacji, z których wynikało, że zawarte w nich były np. czynniki ryzyka, które powinny zostać uwzględnione przez obligatariusza przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnej. Błędna ocena ryzyka związanego z nabyciem przez powoda obligacji serii L¹ nie została bowiem dokonana wskutek sprzecznych z prawem działań lub zaniechań pozwanych, lecz wyłącznie wskutek niedokonania takiej oceny przez samego powoda.

Wyrok Sądu Apelacyjnego powód zaskarżył skargą kasacyjną w części oddalającej apelację i rozstrzygającej o kosztach postępowania, zarzucając naruszenie art. 10 ust. 1 i 2 zdanie 2 u.o., art. 10 ust. 1 pkt 6 u.o., art. 5 ust. 1 pkt 9 u.o., art. 415 k.c. w związku z art. 484 k.s.h. i art. 490 k.s.h. oraz art. 415 k.c., a także naruszenie art. 233 § 1 w związku z art. 231 k.p.c. Na tej podstawie wniósł o uchylenie zaskarżonego wyroku w zaskarżonej części i uchylenie wyroku Sądu Okręgowego w K. z dnia 13 czerwca 2017 r. oraz przekazanie sprawy Sądowi Okręgowemu do ponownego rozpoznania, ewentualnie o uchylenie wyroku Sądu Apelacyjnego i przekazanie sprawy temu Sądowi do ponownego rozpoznania lub orzeczenie co do istoty sprawy i uwzględnienie powództwa w całości.

Sąd Najwyższy zważył, co następuje:

Zgodnie z art. 398³ § 3 k.p.c. w postępowaniu kasacyjnym niedopuszczalne są zarzuty dotyczące ustalenia faktów lub oceny dowodów, co w szczególności odnosi się do zarzutu naruszenia art. 233 § 1 k.p.c., a także do innych przepisów, które wyrażają sędziowską swobodę w zakresie kształtowania podstawy faktycznej orzeczenia, w tym z wykorzystaniem opartych o zasady doświadczenia życiowego

wnioskowań o faktach. Przepisem takim jest m.in. art. 231 k.p.c. dotyczący domniemań faktycznych (por. wyrok Sądu Najwyższego z dnia 13 kwietnia 2017 r., I CSK 93/17, niepubl. i powołane tam dalsze orzecznictwo). Podniesione w skardze kasacyjnej zarzuty naruszenia art. 233 § 1 w związku z art. 231 k.p.c. należało w związku z tym uznać za niedopuszczalne. W konsekwencji, za podstawę oceny zasadności zarzutów naruszenia prawa materialnego należało przyjąć ustalenia faktyczne dokonane przez Sąd Apelacyjny, którymi Sąd Najwyższy był związany (art. 398¹³ § 2 k.p.c.). Argumenty powołane przez skarżącego w celu uzasadnienia zarzutu naruszenia art. 233 § 1 k.p.c., które dotyczyły w rzeczywistości wykładni prawa, nie zaś prawidłowości ustaleń faktycznych, podlegały natomiast rozważeniu w związku z oceną zarzutów naruszenia prawa materialnego.

Zasadnicze znaczenie spośród nich miał zarzut naruszenia art. 10 ust. 1 i 2 u.o., który skarżący uzasadniał wielowątkowo. Zdaniem skarżącego, Sąd Apelacyjny nieprawidłowo przyjął, że emitent nie miał obowiązku zamieszczenia w propozycji nabycia obligacji rzetelnych danych na temat przedmiotu zabezpieczenia, tj. informacji o hipotekach ustanowionych uprzednio na nieruchomości mającej stanowić przedmiot zabezpieczenia, wyprzedzających hipotekę ustanowioną na zabezpieczenie roszczeń obligatariuszy. Pominął ponadto cel i funkcję art. 10 ust. 1 u.o., który wymaga od emitenta zawarcia w propozycji nabycia obligacji danych pozwalających na ocenę sytuacji finansowej emitenta, podczas gdy propozycja nabycia, na podstawie której powód podjął decyzję inwestycyjną, na taką ocenę nie pozwalała. Zdaniem skarżącego, Sąd Apelacyjny błędnie zinterpretował także art. 10 ust. 2 u.o. przyjmując, że emitent obligacji nie miał obowiązku dostarczenia powodowi równocześnie z propozycją nabycia obligacji wyceny przedmiotu hipoteki ustanowionej na zabezpieczenie emisji.

Jednym z podstawowych założeń rynku kapitałowego jest dostępność rzetelnych informacji na temat emitentów dla potencjalnych inwestorów. Informacje takie stanowią zazwyczaj faktyczną podstawę decyzji inwestycyjnych w zakresie zakupu lub sprzedaży papierów wartościowych. Dostępność tych informacji służy jednak nie tylko ochronie indywidualnego interesu poszczególnych inwestorów i innych uczestników rynku, lecz także interesu ogólnego związanego

z dbałością o prawidłowe funkcjonowanie rynku kapitałowego i jego wpływem na gospodarkę. W związku z tym przepisy nakładają na emitentów papierów wartościowych prawny obowiązek udostępniania określonych informacji na temat swojej sytuacji ekonomicznej i prawnej, mający w założeniu łagodzić asymetrię informacyjną między podmiotami pozyskującymi kapitał na rynku papierów wartościowych, a potencjalnymi nabywcami tych papierów, dążącymi do podjęcia racjonalnej decyzji inwestycyjnej.

Obowiązki te reguluje w pierwszym rzędzie ustawa 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 2019 r., poz. 623 ze zm., dalej - „u.o.p.”) w powiązaniu z rozporządzeniem Parlamentu Europejskiego i Rady nr 2017/1129 z dnia 14 czerwca 2017 r. w sprawie prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym oraz uchylenia dyrektywy 2003/71/WE (Tekst mający znaczenie dla EOG) (Dz. Urz. UE L 168, s. 12 ze zm., dalej – „rozporządzenie nr 2017/1129”). Powinności te mają wysoce sformalizowaną postać, zarówno co do zakresu, jak i sposobu prezentacji udostępnianych informacji i dotyczą w szczególności sporządzenia i publikacji prospektu emisyjnego (obowiązek prospektowy) (art. 3 rozporządzenia nr 2017/1129), który podlega zatwierdzeniu przez Komisję Nadzoru Finansowego (art. 27 i n. u.o.p.). *De lege lata* treść prospektu określają szczegółowo przepisy rozporządzenia nr 2017/1129 (art. 6 i n.), w miarodajnym w sprawie stanie prawnym art. 22 ust. 1 u.o.p. (obecnie uchylony) stanowił natomiast, że prospekt emisyjny powinien zawierać prawdziwe, rzetelne i kompletne informacje, przy uwzględnieniu rodzaju emitenta i papierów wartościowych mających być przedmiotem oferty publicznej lub dopuszczenia do obrotu na rynku regulowanym, istotne dla oceny sytuacji gospodarczej, finansowej i majątkowej oraz perspektyw rozwoju emitenta oraz podmiotu udzielającego zabezpieczenia wierzytelności wynikających z papieru wartościowego.

Ustawa o ofercie publicznej reguluje ponadto odpowiedzialność za szkodę wyrządzoną przez udostępnienie do publicznej wiadomości informacji niezgodnej ze stanem faktycznym lub informacji, która mogłaby mieć wpływ na znaczenie

udostępnionych dokumentów, w tym informacji nieprawdziwej, nierzetelnej lub niekompletnej. Odpowiedzialność ta spoczywa na podmiotach odpowiedzialnych za zgodność ze stanem faktycznym informacji zamieszczonych w prospekcie, memorandum informacyjnym oraz innych dokumentach sporządzanych i udostępnianych m.in. w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych, oraz za to, że dokumenty te nie pomijają niczego, co mogłoby wpływać na ich znaczenie, w szczególności za to, że informacje te są prawdziwe, rzetelne i kompletne, chyba że osoby te, ani osoby, za które odpowiadają, nie ponoszą winy (art. 98 ust. 1 u.o.p.). Odpowiedzialność wskazanych osób ma charakter deliktowy, jej podstawą jest wina, którą ustawodawca nakazuje domniemywać (art. 98 ust. 1 u.o.p. *in fine*), a osobami mogącymi ją ponosić są również członkowie zarządu emitenta, na których spoczywa obowiązek dbałości o rzetelne realizowanie obowiązków informacyjnych przez kierowaną spółkę.

W stanie prawnym obowiązującym w dacie emisji obligacji objętych przez powoda i niewykupionych przez G., zgodnie z art. 9 u.o. emisja obligacji mogła nastąpić przez publiczne proponowanie nabycia w rozumieniu art. 3 ust. 1 u.o.p. (art. 9 pkt 1 i 2 u.o.) lub w inny sposób, czyli w ramach oferty niepublicznej, adresowanej do nie więcej niż 99 osób. Jakkolwiek w podstawie faktycznej zaskarżonego wyroku nie stwierdzono tego wprost, Sądy *meriti* przyjęły, że emisja obligacji serii L¹, które objął powód, nie stanowiła oferty publicznej w rozumieniu art. 3 ust. 1 u.o.p. w relewantnym w sprawie brzmieniu, a kwestia ta nie była przedmiotem zarzutów kasacyjnych. Tryb emisji niebędącej ofertą publiczną zwalniał emitenta od sformalizowanych obowiązków informacyjnych wynikających z ustawy o ofercie publicznej, nie uchylał jednak obowiązku informacyjnego ze strony emitenta w ogólności. Prawną podstawę tego obowiązku stanowił w tym przypadku przede wszystkim art. 10 u.o. regulujący treść propozycji nabycia obligacji.

Odpowiedzialność za szkodę zdefiniowaną w art. 98 ust. 1 u.o.p. odnosi się do naruszenia obowiązków informacyjnych związanych z ofertą publiczną lub dopuszczeniem bądź ubieganiem się o dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym. Nie obejmuje zatem sytuacji, w której obligacje są emitowane w ofercie niebędącej ofertą publiczną. Przepisy ustawy o obligacjach z 1995 r., podobnie jak obowiązującej ustawy o obligacjach z dnia 15 stycznia

2015 r. (jedn. tekst: Dz. U. z 2018 r., poz. 483 ze zm., dalej – „u.o. z 2015 r.”), nie regulują odpowiedzialności z tytułu niedochowania obowiązków informacyjnych związanych z emisją obligacji w ofercie niepublicznej. Sąd Apelacyjny co do zasady prawidłowo przyjął w związku z tym, że podstaw odpowiedzialności odszkodowawczej osób naruszających obowiązki informacyjne związane z emisją obligacji w inny sposób niż w drodze oferty publicznej należy poszukiwać w ogólniejszym przepisie art. 484 k.s.h., który nakłada obowiązek naprawienia szkody na osoby naruszające obowiązki informacyjne przez udostępnienie fałszywych danych lub zatajenie istotnych informacji o stanie majątkowym spółki w związku z wydawaniem przez spółkę m.in. akcji lub obligacji. Odpowiedzialność na podstawie art. 484 k.s.h. mogą ponosić m.in. członkowie zarządu spółki emitującej akcje lub obligacje, którzy w ramach kompetencji do prowadzenia spraw spółki (art. 368 § 1 k.s.h.) współdziałają w emisji i są obowiązani do dbałości o zadośćuczynienie spoczywającym na emitencie obowiązkowi informacyjnemu.

Mimo różnicy w brzmieniu art. 484 k.s.h. w zestawieniu z jego dawnym odpowiednikiem, jakim był art. 475 k.h., polegającej na pominięciu wzmianki „rozmyślnie lub przez niedbalstwo”, należy zgodzić się z przeważającym poglądem doktryny, że odpowiedzialność wynikająca z art. 484 k.s.h. opiera się na zasadzie winy. Oprócz argumentu związanego z zasadniczym charakterem winy, jako podstawy odpowiedzialności odszkodowawczej i brakiem w art. 484 k.s.h. jakichkolwiek przesłanek egzoneracyjnych, co prowadziłoby do odpowiedzialności o charakterze absolutnym, przeciwko obiektywnemu charakterowi odpowiedzialności wynikającej z art. 484 k.s.h. przemawia argument systemowy, mając na względzie, że odpowiedzialność związana z naruszeniem dalej idących i bardziej rygorystycznych obowiązków informacyjnych związanych z ofertą publiczną, wynikająca z art. 98 ust. 1 u.o.p., opiera się na zasadzie winy. Z drugiej strony, zbyt daleko zmierzałoby stanowisko, według którego delikt określony w art. 484 k.s.h. może być popełniony tylko umyślnie. Określenie znamion deliktu przy użyciu słów mogących sugerować wyłącznie intencjonalne zachowanie sprawcy („fałszywe dane”, „zataił”) ma w tym przypadku archaiczny charakter i nie powinno stanowić podstawy do kategorycznych wniosków interpretacyjnych, tym bardziej, że nawiązuje ono wprost do terminologii zaczerpniętej z art. 153 rozporządzenia

Prezydenta Rzeczypospolitej z dnia 22 marca 1928 r. - Prawo o spółkach akcyjnych (Dz. U. nr 39, poz. 383 ze zm.), według którego - podobnie jak w świetle art. 475 k.h. – obie postaci rozważanego deliktu mogły być zrealizowane zarówno umyślnie, jak i przez niedbalstwo. Przy założeniu, że mimo eliminacji wspomnianej wzmianki podstawą odpowiedzialności określonej w art. 484 k.s.h. jest wina i uwzględniając, że nie chodzi odpowiedzialność karną, nie ma przekonujących podstaw, w tym aksjologicznych, do ograniczania zakresu rozważanego deliktu do przypadków umyślnego działania sprawcy, skoro w dawnym stanie prawnym zarówno podanie danych fałszywych, jak i zatajenie określonych okoliczności, nie musiało łączyć się z zachowaniem zamierzonym. Należy przy tym mieć na względzie, że w świetle art. 490 k.s.h. osoby poszkodowane mogą dochodzić roszczeń od osób wskazanych w art. 484 k.s.h., w tym będących członkami organu spółki, także na zasadach ogólnych, które wiążą odpowiedzialność deliktową zarówno z zachowaniem umyślnym, jak i nieumyślnym (art. 415 k.c.).

Idąc tym torem, dochodzenie roszczenia odszkodowawczego na tle art. 484 k.s.h., podobnie jak w świetle art. 415 k.c., wymaga wykazania ogólnych podstaw odpowiedzialności odszkodowawczej, tj. bezprawności, winy oraz związku przyczynowego między bezprawnym i zawinionym zachowaniem sprawcy a szkodą.

W przypadku emisji obligacji poza trybem oferty publicznej zasadnicze znaczenie z punktu widzenia oceny bezprawności zachowania osób mogących ponosić odpowiedzialność na tle powołanych przepisów miał w miarodajnym stanie prawnym art. 10 u.o. Przepis ten, którego odpowiednikiem jest *de lege lata* art. 35 u.o. z 2015 r., nie określał w sposób szczegółowy i wyczerpujący zakresu niezbędnych informacji podlegających udostępnieniu inwestorom, lecz posługiwał się klauzulą generalną, obligującą emitenta do zawarcia w propozycji nabycia obligacji danych, które stosownie do rodzaju emitenta i obligacji pozwalają na ocenę sytuacji finansowej emitenta (art. 10 ust. 1 zdanie pierwsze u.o.). W art. 10 ust. 1 zdanie drugie u.o. wskazano natomiast informacje, które powinny zostać udostępnione w szczególności.

Taka konstrukcja przepisu implikuje wniosek, że egzemplifikacja zawarta w art. 10 ust. 1 zdanie drugie u.o. wyrażała jedynie minimalną treść propozycji

nabycia, a emitenta obciążała powinność każdorazowej oceny, jaki zakres informacji - przy uwzględnieniu charakteru prowadzonej działalności i rodzaju obligacji - jest niezbędny dla wyczerpującej oceny jego sytuacji finansowej z punktu widzenia kręgu inwestorów, do którego jest kierowana propozycja nabycia obligacji i dostosowania do tego treści dokumentacji. Okoliczność, że w art. 10 ust. 1 zdanie drugie u.o. nie przewidziano wprost konieczności udostępnienia określonej informacji, nie oznacza innymi słowy, że jej zawarcie w propozycji nabycia obligacji nie było konieczne. Jest tak tym bardziej, jeżeli zważyć, że do sytuacji finansowej emitenta odnosił się bezpośrednio w zasadzie jedynie art. 10 ust. 1 pkt 7 u.o., a przewidziany tam obowiązek ujawnienia wartości zobowiązań emitenta i perspektywy ich kształtowania się do czasu wykupu proponowanych obligacji dotyczy tylko jednego elementu sytuacji finansowej emitenta. W nauce trafnie wskazuje się w związku z tym na potrzebę udostępnienia także innych danych, takich jak informacje o przychodach, zysku operacyjnym (zysku EBTIDA), określonych pozycjach bilansu, a także ryzykach związanych z działalnością mogących rzutować na sytuację finansową emitenta, co dotyczy zwłaszcza ryzyk o nietypowym charakterze, wykraczającym poza zwykłe ryzyko związane z charakterem inwestycji. Pomocnicze znaczenie przy ocenie kręgu istotnych informacji mogą mieć także przepisy regulujące zakres danych, które powinien zawierać prospekt emisyjny lub memorandum informacyjne.

Podkreślenia wymaga, że zakres informacji, które powinny być udostępnione osobom zainteresowanym, musi być oceniany każdorazowo przez pryzmat funkcji obowiązku informacyjnego nałożonego na emitenta, który zmierza z jednej strony do ochrony inwestora w warunkach asymetrii informacyjnej między emitentem, a potencjalnym nabywcą obligacji, z drugiej zaś do ochrony wiarygodności rynku kapitałowego w ogólności. Zestawienie obowiązującego w miarodajnym stanie prawnym art. 22 ust. 1 u.o.p. z art. 10 ust. 1 u.o. nie uzasadnia w szczególności wniosku, że informacje pozwalające na ocenę sytuacji finansowej emitenta w razie proponowania nabycia obligacji poza ofertą publiczną nie musiały czynić zadość przewidzianym wprost w art. 22 ust. 1 u.o.p. w odniesieniu do prospektu emisyjnego wymaganiom prawdziwości, rzetelności i kompletności. Przeciwnie, mając na względzie funkcje realizowane przez propozycję nabycia

obligacji w jej informacyjnym aspekcie i ogólne brzmienie art. 10 ust. 1 zdanie pierwsze u.o., informacje zawarte w propozycji nabycia obligacji powinny być aktualne, prawdziwe, rzetelne, kompletne, przedstawione w języku zrozumiałym dla nabywców i w sposób pozwalający na ocenę sytuacji finansowej emitenta oraz podjęcie na ich podstawie racjonalnej decyzji o zakupie lub odstąpieniu od transakcji.

Złagodzenie rygorów obciążających emitenta obligacji w ofercie niepublicznej należy w tym kontekście wiązać raczej z odstąpieniem od wymagań związanych z wysoce sformalizowanym sposobem prezentacji informacji, zatwierdzeniem prospektu emisyjnego i jego udostępnieniem do wiadomości publicznej, nie zaś jakością informacji udostępnianych potencjalnym nabywcom. Odmienne podejście prowadziłoby do znaczącego obniżenia poziomu ochrony inwestorów i wzrostu ryzyka w zestawieniu z nabywaniem obligacji w ofercie publicznej, co trudno uznać za pożądane przez ustawodawcę i uzasadnione aksjologicznie. Dostrzec trzeba w związku z tym, że zwłaszcza powtarzające się oferty nabycia obligacji adresowane do kręgu osób niespełniającego liczbowych kryteriów oferty publicznej pod rządami uchylonego art. 3 u.o.p., mogą stanowić instrument pozyskiwania inwestorów na dużą skalę, czego przykładem jest sprawa, w której wydano zaskarżony wyrok.

Podsumowując, zgodnie z art. 10 u.o. osoba, do której kierowana była propozycja nabycia obligacji, powinna uzyskać prawdziwe, rzetelne i kompletne informacje na temat wszystkich istotnych okoliczności tworzących obraz sytuacji finansowej emitenta. Naruszenie tego obowiązku przez podanie informacji nieprawdziwych lub niezawarcie informacji, które powinny zostać zamieszczone, jest zachowaniem bezprawnym, obwarowanym sankcją odszkodowawczą na zasadach przewidzianych w art. 484 k.s.h. i art. 415 k.c. w związku z art. 490 k.s.h. Ciężar dowodu w zakresie wykazania, że udostępnione w propozycji nabycia obligacji informacje nie odpowiadały wymaganiom art. 10 u.o., spoczywa, zgodnie z ogólnymi zasadami, na dochodzącym roszczenia.

Odnosząc te rozważania do okoliczności sprawy, należało zauważyć, że powód zarzucał w apelacji m.in., że skierowana do niego propozycja nabycia

obligacji nie pozwalała na ocenę sytuacji finansowej emitenta, a co więcej wprowadzała w błąd w tej części, w której obejmowała informacje dotyczące zabezpieczenia emisji. Implikowało to konieczność oceny przez Sąd Apelacyjny, w granicach twierdzeń faktycznych powoda, czy istotnie przedstawiona propozycja nabycia obligacji, zważywszy na rodzaj obligacji i charakter emitenta, pozwalała na ocenę jego sytuacji finansowej, czy też nie. Uzasadnienie zaskarżonego wyroku nie pozwalało jednak uznać, by analiza przeprowadzona w tym zakresie przez Sąd Apelacyjny była wystarczająca.

Motywy wyroku dotyczące tego zagadnienia operują w przeważającym zakresie ogólnikowymi stwierdzeniami, które zwieńczono wnioskiem, że G. wypełniła wszystkie spoczywające na niej obowiązki informacyjne. Konkluzję tę należało jednak uznać za pozbawioną dostatecznego oparcia w dokonanych ustaleniach faktycznych; lektura uzasadnienia wyroku Sądu Apelacyjnego sugeruje ponadto, że Sąd ten – mimo że trafnie powiązał obowiązek informacyjny emitenta z art. 10 u.o. – nie poddał badaniu treści propozycji nabycia obligacji pod kątem zgodności z ogólną klauzulą wynikającą z art. 10 ust. 1 zdanie pierwsze u.o., która nakazywała zawarcie w propozycji kompletnych i rzetelnych informacji pozwalających na ocenę sytuacji finansowej G., lecz ograniczył się do konstatacji, że informacje o sytuacji finansowej emitenta zostały powodowi podane.

Stwierdzenie to wydaje się łączyć z ustaleniem Sąd Okręgowego, że informacje o sytuacji finansowej emitenta zostały przekazane powodowi przez pośrednika, brak jednak ustalenia, że przekazane tą drogą informacje – o niesprecyzowanym zakresie – pozwalały *in casu* na ocenę sytuacji finansowej emitenta. Co istotniejsze, w świetle art. 10 u.o. przy ocenie bezprawności działania osób ponoszących odpowiedzialność za wykonanie obowiązków informacyjnych emitenta rozstrzygające jest to, czy informacje na temat sytuacji finansowej emitenta były zawarte w propozycji nabycia obligacji i pozwalały na ocenę tej sytuacji, nie zaś to, czy potencjalny nabywca miał orientację na ten temat uzyskaną w inny sposób. Za wystarczające z tej perspektywy nie można było także uznać spostrzeżenia Sądu Apelacyjnego, że propozycja nabycia obligacji wskazywała wartość zobowiązań G. na ostatni dzień kwartału poprzedzającego złożenie propozycji nabycia obligacji i prognozę, że spółka nie spodziewa się wzrostu

zobowiązań w okresie zapadalności obligacji o więcej niż 30%. Informacja ta czyniła wprowadzić zadość wymaganiu określonemu w art. 10 ust. 1 pkt 7 u.o., nie można jednak uznać, by pozwalała ona samodzielnie na ocenę sytuacji finansowej emitenta w kontekście funkcji realizowanej przez art. 10 ust. 1 u.o. Tezy takiej nie sformułował zresztą także Sąd Apelacyjny.

Nie bez znaczenia dla oceny kompletności i rzetelności informacji podanych w propozycji nabycia obligacji serii L¹ mogło być również zestawienie ich z informacjami przekazywanymi przy okazji wcześniejszych emisji obligacji prowadzonych na tych samych zasadach, czego również Sąd Apelacyjny nie wziął pod uwagę, a w razie stwierdzenia różnic w standardzie informacyjnym w związku z poszczególnymi emisjami – wyjaśnienie ich przyczyn. Na różnice te wskazywała strona powodowa, a stanowisko Sądu Apelacyjnego, według którego nie rzutowały one na ocenę zgodności z prawem postępowania emitenta, należało uznać za przedwczesne wobec braku ustalenia charakteru tych odmienności oraz ich powodów.

Nie można było również podzielić stanowiska Sądu Apelacyjnego w odniesieniu do znaczenia informacji o obciążeniu hipoteką nieruchomości wskazanych jako zabezpieczenie emisji obligacji. W nawiązaniu do stwierdzenia Sądu, że sposób zabezpieczenia był zgodny z przepisami ustawy o obligacjach z 1995 r., trzeba zaznaczyć, że zgodność z prawem zastosowanego przez G. sposobu zabezpieczenia w postaci hipoteki łącznej nie budziła w sprawie wątpliwości (por. art. 7 u.o., a także wyrok Sądu Najwyższego z dnia 26 kwietnia 2012 r., III CSK 300/11, OSNC 2012, nr 12, poz. 144). Racją jest również, że ocena realności przewidzianego przez emitenta sposobu zabezpieczenia przez pryzmat prawdopodobieństwa zaspokojenia roszczeń w postępowaniu egzekucyjnym lub upadłościowym należy ostatecznie do potencjalnego nabywcy obligacji. Przedmiotem zarzutów powoda było jednak także to, czy informacje składające się na opis formy zabezpieczenia odpowiadały wymaganiom wynikającym z art. 10 ust. 1 u.o., a tym samym pozwalały na dokonanie takiej oceny.

W judykaturze Sądu Najwyższego zwraca się trafnie uwagę na znaczenie zabezpieczenia wierzytelności wynikających z obligacji, jako czynnika rzutującego

na ryzyko inwestycyjne podejmowane przez obligatariuszy. Konieczność zawarcia informacji co do istnienia zabezpieczenia, jego wysokości i formy nie tylko w propozycji nabycia obligacji (art. 10 ust. 1 pkt 6 u.o.), lecz także w dokumencie obligacji (art. 5 ust. 1 pkt 9 u.o.), zakaz wydawania obligacji przed ustanowieniem przewidzianych zabezpieczeń (art. 15 u.o.), jak również nakaz poddania przedmiotu zabezpieczenia w postaci hipoteki wycenie przez uprawnionego biegłego (art. 10 ust. 2 u.o.), wyrażają jednoznaczne dążenie ustawodawcy do zapewnienia potencjalnym nabywcom obligacji pełnych i wiarygodnych danych o zabezpieczeniach zobowiązań emitenta, a także do ochrony zaufania obligatariuszy związanego z ustanowieniem tych zabezpieczeń (por. wyrok Sądu Najwyższego z dnia 26 listopada 2019 r., IV CSK 416/18, niepubl.). Wymaganie kompletności, rzetelności i prawdziwości należy w konsekwencji odnieść także do informacji dotyczących formy i wysokości zabezpieczenia. Jest to tym bardziej istotne w odniesieniu do hipoteki, która w ogólnym odbiorze stanowi zabezpieczenie o wysokim stopniu pewności, a w konsekwencji może stanowić znaczącą zachętę do nabywania obligacji wywołując wrażenie istotnie zmniejszonego ryzyka inwestycji.

Nie można było w tym kontekście zaaprobować stanowiska Sądu Apelacyjnego, że istnienie wcześniejszych obciążeń hipotecznych na nieruchomościach wskazanych jako przedmiot hipotecznego zabezpieczenia wiarytelności obligatariuszy, nie miało w okolicznościach sprawy znaczenia. Mając na względzie zasady zaspokajania roszczeń zabezpieczonych hipoteką (por. art. 249 k.c. i art. 1025 § 1 pkt 5 w związku z art. 1026 § 1 k.p.c.), kolejność wpisu hipoteki w księdze wieczystej przesądza *de facto* o stopniu wiarygodności i realności ustanawianego zabezpieczenia. Informacja, że nieruchomości mające stanowić przedmiot zabezpieczenia są obciążone hipoteką z wcześniejszym pierwszeństwem, a także, jaka jest wysokość tego obciążenia, ma w związku z tym typowo istotny charakter dla nabywcy obligacji, przy czym waga tej informacji może się różnić w zależności od relacji między wartością nieruchomości, a wysokością istniejącego obciążenia. W świetle twierdzeń powoda nieruchomości przedstawione do zabezpieczenia były obciążone wcześniejszą hipoteką łączną na kwotę ponad 30 000 000 zł, co nie mogło być uznane za pozbawione znaczenia w zestawieniu

z ich wartością ustaloną przez biegłego. Z materiału sprawy wynikało ponadto, że w treści załącznika do propozycji nabycia obligacji wskazującego nieruchomości, na których miało być ustanowione zabezpieczenie, emitent zamieszczał wzmiankę o braku „innych istotnych informacji”, co mogło nie pozostawać bez wpływu na wrażenie wywoływane przez propozycję nabycia obligacji w części, w jakiej informowała ona o przewidywanych przez emitenta zabezpieczeniach.

Sąd Apelacyjny nie poczynił w tym zakresie żadnych ustaleń ani rozważań prawnych, poprzestając na stwierdzeniu, że powód mógł samodzielnie zweryfikować stan prawny nieruchomości na podstawie księgi wieczystej. Stanowisko takie, pomijając, że *in casu* inwestor nie dysponował informacją, na których konkretnie nieruchomościach spośród objętych załącznikiem do propozycji nabycia obligacji zostanie ustanowiona hipoteka zabezpieczająca wierzytelności obligatariuszy, zapoznaje jednak funkcję obowiązku informacyjnego spoczywającego na emitencie; dla oceny bezprawności jako przesłanki odpowiedzialności odszkodowawczej z perspektywy wymagań narzuconych w art. 10 ust. 1 u.o. nie jest bowiem istotne to, czy potencjalny inwestor mógł samodzielnie dotrzeć do określonej informacji, lecz to, czy informacja ta powinna być objęta propozycją nabycia obligacji w świetle ustawowej powinności zawarcia w niej rzetelnych, kompletnych i prawdziwych informacji pozwalających na podjęcie decyzji inwestycyjnej.

Zarzuty oznaczone w podstawach kasacyjnych jako zarzut naruszenia art. 10 ust. 1 u.o. i art. 5 ust. 1 pkt 9 u.o. w części, w jakiej odnosiły się do określenia podmiotu udzielającego zabezpieczenia, a także zarzut naruszenia art. 10 ust. 1 pkt 6 u.o., nie zostały samodzielnie rozwinięte w uzasadnieniu podstaw kasacyjnych, co zwalniało Sąd Najwyższy od szerszych rozważań w tym zakresie. Należało jednak zauważyć, że, jak wskazywali pozwani, ustawa o obligacjach z 1995 r. nie wykluczała ustanowienia zabezpieczenia hipotecznego roszczeń obligatariuszy na nieruchomościach należących także bądź wyłącznie do innego podmiotu niż emitent. Nie można się również zgodzić z tezami skarżącego, że zawarte w propozycji nabycia obligacji sformułowanie, według którego podmiotem udzielającym zabezpieczenia mógł być emitent lub osoba trzecia, nie indywidualizowało w żaden sposób podmiotu udzielającego zabezpieczenia,

ponieważ należało je odczytywać w powiązaniu z załącznikiem nr 2, obejmującym zestawienie nieruchomości mających stanowić przedmiot zabezpieczenia, z którego wynikało, że podmiotem udzielającym zabezpieczenia były - oprócz emitenta - dwie inne spółki, w tym jedna będąca spółką zależną emitenta.

Z drugiej strony, sposób oznaczenia nieruchomości będących przedmiotem zabezpieczenia i podmiotu udzielającego zabezpieczenia musi pozwalać na ocenę wiarygodności zabezpieczenia, a zatem powinien być odpowiednio transparentny i zrozumiały, co sąd powinien ocenić w okolicznościach konkretnej sprawy, dokonawszy stosownych ustaleń faktycznych. Wątpliwości z tej perspektywy musiałyby nasuwać sytuacja, w której emitent przedstawia jako potencjalny przedmiot zabezpieczenia szereg nieruchomości stanowiących własność różnych podmiotów, pozostawiając do swego swobodnego uznania możliwość ustanowienia zabezpieczenia jedynie na części z nich, już po przyjęciu propozycji nabycia obligacji lub po wystąpieniu z ofertą ich nabycia przez inwestora. Żadnego znaczenia nie ma w tej mierze podnoszona przez stronę pozwaną okoliczność, że zabezpieczenie obligacji nie było konieczne w świetle ustawy i miało charakter fakultatywny. Jeżeli bowiem emitent zaoferował potencjalnym inwestorom tego rodzaju zachętę, mającą zwiększać bezpieczeństwo nabywanych papierów wartościowych i motywować do ich zakupu, to spoczywał na nim obowiązek udzielenia informacji dotyczących formy zabezpieczenia i udzielającego go podmiotu zgodnie z wymaganiami ustawy.

Z kwestią zabezpieczenia obligacji były związane także te zarzuty skargi, które dotyczyły udostępnienia powodowi wyceny przedmiotu zabezpieczenia sporządzonej przez uprawnionego biegłego. Przepis art. 10 ust. 2 u.o. nie regulował tego zagadnienia w sposób precyzyjny i nie wymagał, aby wycena lub jej fragment stanowiła element dokumentu obejmującego propozycję nabycia obligacji (por. art. 6 ust. 1 pkt 5 u.o. z 2015 r.). Z przepisu tego nie wynikała również konieczność fizycznego przekazania egzemplarza wyceny potencjalnemu inwestorowi (por. art. 30 ust. 2 u.o. z 2015 r.). Mając jednak na względzie, że funkcja art. 10 ust. 2 u.o. sprowadzała się do zapewnienia osobom zainteresowanym nabyciem obligacji możliwości zapoznania się z obiektywną, niepochoǳącą od emitenta, oceną wartości nieruchomości, na których ma być

ustanowione zabezpieczenie, należało uznać, że udostępnienie wyceny wymagało takiego jej uprzystępnienia, aby zapoznanie się z nią nie zależało od woli emitenta i pozostawało wyłącznie w gestii osoby zainteresowanej. Ponadto, wymaganie, by udostępnienie nastąpiło „wraz z danymi, o których mowa w ust. 1” (art. 10 ust. 2 zdanie drugie u.o.; por. *a contrario* art. 10 ust. 3 i 4 u.o. w odniesieniu do sprawozdania finansowego), zakładało zbieżność czasową udostępnienia wyceny oraz danych składających się na propozycję nabycia obligacji. Sens tego rozwiązania sprowadzał się do tego, by potencjalny nabywca mógł zapoznać się z wyceną równocześnie z pozostałymi informacjami składającymi się na propozycję nabycia obligacji i na tej podstawie wyrobić sobie stanowisko co do wiarygodności zabezpieczenia.

W konsekwencji, należy przyjąć, że wymaganie przewidziane w art. 10 ust. 2 zdanie drugie u.o. mogło być spełnione zarówno przez przekazanie egzemplarza wyceny (np. w formie elektronicznej) lub - przykładowo - przez udostępnienie jej na stronie internetowej emitenta z równoczesnym poinformowaniem o takim sposobie jej uprzystępnienia w propozycji nabycia obligacji. Wymaganiu określonemu w art. 10 ust. 2 zdanie drugie u.o. nie czyniła natomiast zadość sytuacja, w której wycena znajduje się w siedzibie emitenta, a potencjalny nabywca obligacji może wyrazić wolę jej przejrzenia, zwłaszcza jeżeli z ustaleń Sądów *meriti* nie wynikało, by inwestorzy zostali poinformowani o takim sposobie udostępnienia wyceny w skierowanej do nich propozycji nabycia obligacji.

Zarzuty kasacyjne okazały się zatem zasadne w zakresie, w jakim Sądy *meriti* przyjęły, że G. podała w związku z emisją obligacji serii L¹ wszystkie informacje wymagane ustawą o obligacjach z 1995 r. i zrealizowała prawidłowo obowiązek udostępnienia wyceny przedmiotu hipoteki ustanowionej na zabezpieczenie roszczeń obligatariuszy. Kwestie te lokują się na płaszczyźnie bezprawności, jako zasadniczej przesłanki odpowiedzialności odszkodowawczej pozwanych na podstawie art. 484 k.s.h. i art. 415 k.c. Pozostałe przesłanki tej odpowiedzialności nie były w zasadzie oceniane przez Sądy *meriti*, toteż ich analiza w postępowaniu kasacyjnym byłaby przedwczesna. Zagadnienia te powinny zostać rozważone przez Sąd Apelacyjny przy ponownym rozpoznaniu sprawy.

W związku z eksponowanym przez Sąd Apelacyjny faktem niezapoznania się powoda z treścią określonych dokumentów, należało jednak zauważyć, że specyfika rynku kapitałowego polega m.in. na tym, że decyzje inwestycyjne są podejmowane zazwyczaj na podstawie rekomendacji lub analiz przekazywanych przez podmioty pośredniczące między emitentem a nabywcami, kształtowanych na bazie informacji udostępnianych przez emitentów w wykonaniu spoczywających na nich obowiązków informacyjnych. Jakkolwiek ocena ta wymaga uwzględnienia zawsze okoliczności, w których była podejmowana decyzja inwestycyjna, to że inwestor nie zapoznał się samodzielnie z dokumentami pochodzącymi od emitenta lub uczynił to w sposób niepełny, nie oznacza w związku z tym, że niedochowanie obowiązku informacyjnego przez emitenta przez pominięcie określonych informacji lub udzielenie informacji nieprawdziwych, nie pozostaje w adekwatnej relacji kauzalnej do ewentualnej szkody związanej z podjętą decyzją inwestycyjną. Jeżeli zniekształcona informacja dotarła do inwestora, chociażby pośrednio, istotne jest natomiast ustalenie, czy gdyby informacja mu przekazana była rzetelna i kompletna, to odstąpiłby on od transakcji, czy też uchybienie obowiązkowi informacyjnemu przez emitenta stanowi jedynie pretekst do uchylenia się od konsekwencji nietrafionej decyzji inwestycyjnej, której podjęcie nie pozostawało z tym naruszeniem w adekwatnym związku.

W skardze kasacyjnej zarzucano również naruszenie art. 415 k.c. w związku z art. 484 i art. 490 k.s.h. oraz art. 415 k.c. Do naruszenia tych przepisów *in casu* doszło w tym aspekcie, że wadliwa okazała się dokonana przez Sądy *meriti* ocena bezprawności, jako przesłanki odpowiedzialności odszkodowawczej pozwanych. W zakresie jednak, w jakim w skardze uzasadniano te zarzuty akcentując zaciąganie przez pozwanych zobowiązań z tytułu obligacji ze świadomością niemożności ich realizacji, wyzyskanie niezdolności powoda do należytego pojmowania przedsięwzięcia, iluzoryczny charakter zabezpieczenia i wyrządzenie szkody „olbrzymich rozmiarów”, zmierzały one w istocie do narzucenia własnej wizji stanu faktycznego, odrywającej się od wiążących Sąd Najwyższy ustaleń Sądów *meriti*. Podstawa faktyczna zaskarżonego wyroku nie pozwalała przyjąć, by pozwani zaciągali zobowiązania wiedząc, że nie są one możliwe do spełnienia, by powód był niezdolny do rozumienia istoty decyzji inwestycyjnej, którą

samodzielnie podjął, a także by ustanowione zabezpieczenie nie miało „realnego” charakteru, niezależnie od tego, w jaki sposób to określenie rozumieć. Kwestia istnienia i rozmiarów ewentualnej szkody po stronie powoda podlegać będzie natomiast ocenie Sądu Apelacyjnego przy ponownym rozpoznaniu sprawy.

Z tych względów, na podstawie art. 398¹⁵ § 1 k.p.c., Sąd Najwyższy orzekł, jak w sentencji.

jw