



Sygn. akt I CSKP 127/21

WYROK W IMIENIU RZECZYPOSPOLITEJ POLSKIEJ

Dnia 17 listopada 2021 r.

Sąd Najwyższy w składzie:

SSN Jacek Grela (przewodniczący)
SSN Marcin Łochowski (sprawozdawca)
SSN Tomasz Szanciło

w sprawie z powództwa R.F. i K.P.
przeciwko N. S.A. w W.
o zapłatę,
po rozpoznaniu na posiedzeniu niejawnym w Izbie Cywilnej
w dniu 17 listopada 2021 r.,
skargi kasacyjnej powodów
od wyroku Sądu Apelacyjnego w [...]
z dnia 20 marca 2019 r., sygn. akt I ACa [...]

- 1. oddala skargę kasacyjną;**
- 2. zasądza od R.F. i K.P. na rzecz N. S.A. w W. kwoty po 2700 (dwa tysiące siedemset) zł tytułem zwrotu kosztów postępowania kasacyjnego.**

UZASADNIENIE

Wyrokiem z 20 marca 2019 r. Sąd Apelacyjny w (...) oddalił apelację powoda od wyroku Sądu Okręgowego w W. z 25 lipca 2018 r., którym Sąd ten oddalił

powództwo R.F. i K.P. przeciwko N. S.A. w W. o zapłatę kwot po 80 000 zł tytułem naprawienia szkody powstałej w wyniku podania przez pozwanego dom maklerski nieprawdziwej, nierzetelnej, niekompletnej i wprowadzającej w błąd informacji o zabezpieczeniu emisji obligacji, oraz orzekł o kosztach postępowania.

Sąd Apelacyjny oparł swoje rozstrzygnięcie na następujących ustaleniach faktycznych i rozważaniach prawnych:

W 2012 r. spółka N. oferowała obligacje M. sp. z o.o. w S.. Propozycja nabycia dwuletnich odsetkowych obligacji na okaziciela tej spółki w punkcie 12 zawierała informację, że obligacje nie są zabezpieczone. R.F. wypełnił i podpisał formularz przyjęcia propozycji nabycia 300 sztuk obligacji, w którego punkcie 2 zawarte było oświadczenie, że przed złożeniem oferty starannie zapoznał się z treścią propozycji nabycia obligacji oraz warunkami emisji obligacji, oraz że emitent udostępnił mu sprawozdanie finansowe z opinią biegłego rewidenta. Dodatkowo w dokumencie zawarte było oświadczenie powoda, że nie złożono mu żadnych oświadczeń ustnych ani nie dostarczono żadnych informacji, które byłyby sprzeczne z zawartymi w propozycji nabycia obligacji lub warunkami nabycia obligacji. Formularz przedłożono powodowi w dniu 25 kwietnia 2012 r. Formularz przyjęcia propozycji nabycia 220 sztuk obligacji zawierający takie same oświadczenia wypełnił i podpisał K.P.. Warunki emisji obligacji serii (...) zawierały postanowienie określone w punkcie 16.7, zgodnie z którym, w terminie 5 dni roboczych od dnia 28 sierpnia 2012 r. obligatariusze mieli prawo żądania przedterminowego wykupu obligacji. Prawo to wygasało, w sytuacji gdy do 28 sierpnia 2012 r. emitent ustanowił zabezpieczenie obligacji w postaci zastawu rejestrowego na kwotę równą lub przekraczającą 200% wartości wyemitowanych obligacji. W opisie emitenta i jego działalności wskazano, że zabezpieczeniem obligacji jest zastaw rejestrowy na pakiecie rezerwacji częstotliwości, a wartość zabezpieczenia wynosi 200% wartości emisji obligacji. Dodatkowo zmieszczono informację, że obligacje zostaną zabezpieczone przez ustanowienie w terminie maksymalnie 5 miesięcy od dnia emisji zastawu rejestrowego na pakiecie rezerwacji częstotliwości w paśmie 3,5 GHz będących w posiadaniu spółki M., a zgodnie z wyceną rzeczoznawcy majątkowego z grudnia 2011 r. wartość tego pakietu wynosi 40 000 000 zł. W punkcie 4.6. dokumentu informacyjnego wskazano,

że 6 czerwca 2012 r. emitent podpisał z kancelarią D., S., K.. Kancelaria Adwokacko-Radcowska sp.k. w W. umowę zastawu rejestrowego na pakiecie rezerwacji częstotliwości będącym zabezpieczeniem obligacji oraz umowę o administrowanie zastawem, a sąd rejestrowy wpisał zastaw do rejestru zastawów. 23 lipca 2012 r. w zakładce emitenta na stronie Giełdy Papierów Wartościowych ukazała się informacja o zabezpieczeniu obligacji (...) zastawem rejestrowym. Ostatnie notowanie obligacji na giełdzie odbyło się 9 kwietnia 2014 r. Postanowieniem z 11 maja 2015 r. Sąd Rejonowy w K. oddalił wniosek wierzycieli o ogłoszenie upadłości obejmującej likwidację majątku spółki M. wobec braku wystarczających środków na pokrycie kosztów postępowania upadłościowego. Powodowie wezwali dłużnika do wykupu obligacji. Następnie powód R.F. wezwał administratora zastawu do zaspokojenia obligatariusza, jednak Prezes Urzędu Komunikacji Elektronicznej odmówił administratorowi zastawu przeprowadzenia przetargu na częstotliwości objęte zastawem.

Sąd Apelacyjny podzielił ustalenia faktyczne Sądu Okręgowego i przyjął je za własne. Zgodził się również ze stanowiskiem Sądu Okręgowego, że pozwany dom maklerski nie ponosi odpowiedzialności odszkodowawczej za podanie nieprawdziwych i nierzetelnych informacji w materiałach reklamowych o zabezpieczeniu emisji obligacji. Wskazał, że powodowie nabyli obligacje w trybie oferty publicznej w rozumieniu art. 3 ust. 3 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz spółkach publicznych (w brzmieniu obowiązującym w 2012 r. - tj. Dz.U. z 2009 r. Nr 185, poz. 1439 ze zm., dalej: u.o.p.) w warunkach niewymagających sporządzenia prospektu emisyjnego i memorandum informacyjnego. Pozwany był podmiotem oferującym ich nabycie na zasadach określonych w Propozycji nabycia obligacji oraz dołączonych do niej Warunkach emisji obligacji. Sąd Apelacyjny podzielił pogląd, według którego art. 98 ust. 1 u.o.p. dotyczy wszelkiej dokumentacji pozostającej w związku z ofertą publiczną, a więc również materiałów reklamowych udostępnianych w ramach prowadzenia akcji promocyjnej. Sąd Apelacyjny nie zgodził się ze stanowiskiem powodów, że pozwany w materiałach marketingowych przekazał nieprawdziwe, nierzetelne i niekompletne informacje co do sposobu zabezpieczenia obligacji oraz

wartości przedmiotu tego zabezpieczenia, które wpłynęły na ich decyzje inwestycyjne i ostatecznie doprowadziły do straty w ich w majątku w związku z niewykonaniem przez emitenta zobowiązania do wykupu obligacji. Wskazał, że przy ocenie winy domu maklerskiego należy stosować podwyższony miernik staranności (art. 355 § 2 k.c.), wynikający z zawodowego charakteru działalności tego podmiotu w dziedzinie oferowania instrumentów finansowych. Powodowie zarzucali pozwanemu zaniechanie weryfikacji, a w istocie oceny prawnej dopuszczalności ustanowienia zastawu rejestrowego na pakiecie częstotliwości telekomunikacyjnych. Sąd Apelacyjny podzielił pogląd co do zbywalności praw do dysponowania częstotliwościami telekomunikacyjnymi, uznając, że mogły one stanowić przedmiot zastawu rejestrowego jako zbywalne prawa majątkowe o charakterze cywilnoprawnym (art. 7 ust. 1 ustawy z dnia 6 grudnia 1996 r. o zastawie rejestrowym i rejestrze zastawów, Dz.U. Nr 67, poz. 569 ze zm., dalej: u.z.r.). W konsekwencji pozwany nie wprowadził powodów w błąd, informując, że tego rodzaju zabezpieczenie obligacji ustanowi emitent. Ten ostatni dopełnił czynności prawnych niezbędnych do ustanowienia zabezpieczenia m.in., zawierając umowę z administratorem zastawu. Sąd rejestrowy dokonał wpisu zastawu rejestrowego w rejestrze zastawów. Informacja pozwanego o sposobie zabezpieczenia była zatem prawdziwa i rzetelna, a stanowisko Prezesa UKE co do niedopuszczalności obciążenia praw do częstotliwości telekomunikacyjnych zastawem rejestrowym nie było zwalczane, jak wynika z ustalonego stanu faktycznego, ani przez administratora zastawu, ani przez skarżących przy wykorzystaniu dostępnych środków prawnych. Sąd drugiej instancji nie zgodził się ze skarżącymi, że obowiązki informacyjne pozwanego obejmowały prowadzenie własnych analiz prawnych co do dopuszczalności ustanowienia zastawu rejestrowego na prawach do dysponowania częstotliwościami telekomunikacyjnymi. Zarzut niedołożenia należytej staranności i tym samym zawinionego wprowadzenia w błąd, mógłby dotyczyć jedynie takich przypadków, w których niedopuszczalność ustanowienia określonego sposobu zabezpieczenia jest oczywista, ewidentna albo wiadoma oferującemu. Sposób zaspokojenia z przedmiotu zastawu w postaci praw do dysponowania częstotliwościami telekomunikacyjnymi wynika natomiast z powszechnie

obowiązujących przepisów prawa (art. 122 ustawy z dnia 16 lipca 2004 r. - Prawo telekomunikacyjne, Dz.U. Nr 171, poz. 1800 ze zm.).

W skardze kasacyjnej powodowie zaskarżyli wyrok Sądu Apelacyjnego w całości, wnosząc o jego uchylenie i przekazanie sprawy do ponownego rozpoznania, ewentualnie o uchylenie zaskarżonego wyroku w całości i orzeczenie co do istoty sprawy przez Sąd Najwyższy. Powodowie zarzucili zaskarżonemu orzeczeniu naruszenie:

1) art. 7 ust. 1 u.z.r. w zw. z art. 122 Prawa telekomunikacyjnego przez błędną wykładnię skutkującą niewłaściwym zastosowaniem, polegającą na przyjęciu, że uprawnienia wynikające z decyzji administracyjnych o rezerwacji częstotliwości telekomunikacyjnych posiadają zdolność zastawniczą;

2) art. 98 ust. 9 w zw. z art. 98 ust. 1 u.o.p. oraz art. 355 § 2 k.c. przez błędną wykładnię, skutkującą niewłaściwym zastosowaniem, polegającą na przyjęciu, iż wzorzec należytej staranności wymaganej od domu maklerskiego, oferującego publicznie papiery wartościowe, nie obejmuje obowiązku weryfikacji prawnej dopuszczalności ustanowienia określonego zabezpieczenia oferowanych papierów wartościowych oraz informowania nabywców papierów wartościowych o treści obowiązującego prawa i ryzykach związanych z jego zastosowaniem;

3) art. 98 ust. 1 u.o.p. przez błędną wykładnię, skutkującą niewłaściwym zastosowaniem, polegającą na przyjęciu, że obowiązek rzetelnego informowania w rozumieniu tegoż przepisu należy rozumieć w ten sposób, że „zarzut niedołożenia należytej staranności i tym samym zawinionego wprowadzenia w błąd, mógłby dotyczyć jedynie takich przypadków, w których niedopuszczalność ustanowienia określonego sposobu zabezpieczenia jest oczywista, ewidentna albo wiadoma oferującemu”;

4) art. 98 ust. 1 u.o.p. przez błędną wykładnię, skutkującą niewłaściwym zastosowaniem tego przepisu, polegającą na uznaniu przez Sąd drugiej instancji, że warunkiem odpowiedzialności podmiotu oferującego publicznie papiery wartościowe za przemilczenie informacji jest istnienie szczególnego, prawnego obowiązku podania określonych informacji;

5) art. 53 ust. 3 u.o.p. przez niewłaściwe zastosowanie i zaniechanie przypisania zachowaniu pozwanego znamienia bezprawności;

6) art. 416 k.c. w zw. z art. 98 ust. 9 u.o.p. oraz art. 355 § 2 k.c. przez niewłaściwe zastosowanie i zaniechanie ustalenia odpowiedzialności pozwanego na ogólnych zasadach odpowiedzialności deliktowej;

7) art. 98 ust. 1 u.o.p. w zw. z art. 6 k.c. przez ich niewłaściwe zastosowanie, polegające na nieobciążeniu pozwanego negatywnymi konsekwencjami niesprostania przezeń spoczywającemu nań ciężarowi dowodu;

8) art. 232 zd. 1 w zw. z art. 391 § 1 k.p.c. w zw. z art. 6 k.c., polegające na ustaleniu przez Sąd drugiej instancji z urzędu, w drodze domniemania faktycznego, okoliczności faktycznej, że przekazywane przez pozwanego informacje o sposobie zabezpieczenia obligacji pochodziły od emitenta;

9) art. 231 w zw. z art. 391 § 1 k.p.c. przez przyjęcie przez Sąd drugiej instancji, w drodze dorozumianego domniemania faktycznego, że „jest oczywiste, że informacja o sposobie zabezpieczenia musiała pochodzić od emitenta, który takie zabezpieczenie zaoferował i zamierzał je ustanowić”;

10) art. 378 § 1 i art. 328 § 2 w zw. z art. 391 § 1 k.p.c. przez nierozpoznanie przez Sąd drugiej instancji wszystkich zarzutów sformułowanych w apelacji powodów.

W odpowiedzi na skargę kasacyjną pozwany wniósł o odrzucenie skargi kasacyjnej ewentualnie odmowę przyjęcia skargi do rozpoznania, względnie oddalenie skargi oraz zasądzenie od skarżących kosztów postępowania kasacyjnego.

Sąd Najwyższy zważył, co następuje:

1. Chybione są przede wszystkim zarzuty naruszenia przepisów prawa procesowego. Zgodnie z art. 398³ § 3 k.p.c. podstawą skargi kasacyjnej nie mogą być zarzuty dotyczące ustalenia faktów lub oceny dowodów. Sąd Najwyższy jest bowiem związany ustaleniami faktycznymi stanowiącymi podstawę zaskarżonego orzeczenia (art. 398¹³ § 2 k.p.c.). Sąd Najwyższy przypomina, że wyłączeniem wynikającym z art. 398³ § 3 k.p.c. jest objęty nie tylko art. 233 § 1

k.p.c., dotyczący bezpośrednio swobodnej oceny dowodów, lecz także - jak wielokrotnie wskazywano w orzecnictwie - art. 231 k.p.c., dotyczący dokonywania ustaleń w drodze domniemań faktycznych (zob. np. wyrok Sądu Najwyższego z 13 kwietnia 2017 r., I CSK 93/17 i powołane tam dalsze orzecnictwo oraz postanowienie Sądu Najwyższego z 22 stycznia 2021 r., III CSKP 23/21). Zatem nie mogą być skuteczne zarzuty skargi kontestujące to, że przekazywane przez pozwanego informacje o sposobie zabezpieczenia obligacji pochodziły od emitenta.

2. Nie jest uzasadniony zarzut naruszenia art. 378 § 1 k.p.c. przez nierozpoznanie wszystkich zarzutów podniesionych w apelacji powodów. Odniesienie się osobno do każdego z zarzutów podniesionych w apelacji nie jest bezwzględny warunkiem prawidłowego rozpoznania sprawy przez sąd drugiej instancji. Za wystarczające należy uznać odniesienie się do sformułowanych w apelacji zarzutów i wniosków w sposób wskazujący na to, że zostały one przez sąd drugiej instancji w całości rozważone przed wydaniem orzeczenia (zob. wyroki Sądu Najwyższego: z 15 września 2016 r., I CSK 659/15; z 4 kwietnia 2018 r., V CSK 266/17; z 24 czerwca 2020 r., IV CSK 607/18). Sąd drugiej instancji jest bowiem sądem merytorycznym i jego rolą jest przede wszystkim dokonanie oceny zasadności powództwa, co oznacza wyjaśnienie w uzasadnieniu wyroku podstawy faktycznej rozstrzygnięcia i kwalifikacji prawnej roszczenia (art. 328 § 2, art. 387 § 2¹ k.p.c. w brzmieniu obowiązującym do 7 listopada 2019 r.), a nie polemika z zarzutami apelacji. Z tej perspektywy Sąd Apelacyjny nie naruszył art. 378 § 1 k.p.c. i to jeszcze w sposób mający wpływ na wynik sprawy (art. 398³ § 1 pkt 2 k.p.c.), odnosząc się do wszystkich istotnych okoliczności wpływających na ocenę zasadności apelacji.

3. Zgodnie z art. 98 ust. 1 u.o.p. w brzmieniu obowiązującym do 30 listopada 2019 r. (zob. ustawę z dnia 16 października 2019 r. o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz niektórych innych ustaw; Dz.U. z 2019 r., poz. 2217 ze zm.) podmiot odpowiedzialny za prawdziwość, rzetelność i kompletność informacji zamieszczonych w prospekcie emisyjnym, memorandum informacyjnym oraz innych dokumentach

sporządzanych i udostępnianych w związku z ofertą publiczną dotyczącą papierów wartościowych, dopuszczeniem papierów wartościowych lub instrumentów finansowych niebędących papierami wartościowymi do obrotu na rynku regulowanym lub ubieganiem się o takie dopuszczenie, obowiązany jest do naprawienia szkody wyrządzonej przez udostępnienie do publicznej wiadomości nierzetelnej, nieprawdziwej lub niekompletnej informacji lub przemilczenie informacji, chyba że ani on, ani osoby, za które odpowiada, nie ponoszą winy. Przepis ten wprowadza tzw. odpowiedzialność prospektową za informacje zawarte w dokumentach sporządzanych i udostępnianych w związku z (1) ofertą publiczną dotyczącą papierów wartościowych, (2) dopuszczeniem papierów wartościowych lub instrumentów finansowych niebędących papierami wartościowymi do obrotu na rynku regulowanym lub (3) ubieganiem się o takie dopuszczenie (dokumentach informacyjnych). Artykuł 98 ust. 1 u.o.p. wiąże odpowiedzialność z informacjami zawartymi w trzech rodzajach dokumentów: 1) prospekcie emisyjnym, 2) memorandum informacyjnym, 3) „innych dokumentach”. Pojęcia „prospekt emisyjny” i „memorandum informacyjne” nie budzą większych wątpliwości, ponieważ zostały jednoznacznie doprecyzowane w przepisach u.o.p. (zob. w odniesieniu do prospektu art. 7, 21-25 u.o.p., natomiast co do memorandum - art. 38-40, 42 u.o.p.), nieobowiązującego już rozporządzenia Komisji (WE) nr 809/2004 z dnia 29 kwietnia 2004 r. w sprawie implementacji dyrektywy 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady odnośnie informacji zamieszczanych w prospekcie emisyjnym, formy prospektu emisyjnego, zamieszczania informacji poprzez odwołania, publikacji prospektu emisyjnego oraz rozpowszechniania informacji o charakterze reklamowym (Dz.Urz.UE L 149 z 30 kwietnia 2004 r.) oraz rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 8 sierpnia 2013 r. w sprawie szczegółowych warunków, jakim powinno odpowiadać memorandum informacyjne sporządzone w związku z ofertą publiczną lub ubieganiem się o dopuszczenie instrumentów finansowych do obrotu na rynku regulowanym (Dz.U. z 2013 r., poz. 988).

Natomiast w odniesieniu do zakresu pojęcia „innych dokumentów” w doktrynie zarysowały się dwa stanowiska. Według pierwszego z nich pojęcie „innych dokumentów” należy interpretować szeroko, obejmując nim również

materiały promocyjne i reklamowe. Przemawia za tym wykładnia językowa i potrzeba ochrony inwestorów również w przypadku takich ofert publicznych, które nie wymagają sporządzenia ani prospektu emisyjnego, ani memorandum informacyjnego [zob. M. Michalski, *Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych. Komentarz*, Warszawa 2014, art. 98, Nb 11; K. Oplustil, w: M. Stec (red.), *Prawo instrumentów finansowych. System Prawa Handlowego. Tom 4*, Warszawa 2016, s. 875; T. Sójka, w: T. Sójka (red.), *Komentarz do ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych*, w: *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, Warszawa 2015, art. 98, Nb 7]. Z kolei według drugiego z poglądów, przepis art. 98 ust. 1 u.o.p. wprowadza odpowiedzialność za informacje zawarte tylko w dokumentach, których treść jest regulowana przepisami u.o.p., a więc nie obejmuje materiałów promocyjnych i reklamowych, w odniesieniu do których przepis art. 53 u.o.p. przewiduje inny tryb kontroli ich prawdziwości i rzetelności [tak K. Haładyj, *Ustawa o ofercie publicznej. Komentarz*, Warszawa 2009, s. 552; J. Róg-Dyrda, P. Wajda, w: M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych*, w: M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, Warszawa 2018, art. 98, Nb 4].

W ocenie Sądu Najwyższego, trafne jest drugie stanowisko. Po pierwsze, art. 98 ust. 1 u.o.p. jest przepisem szczególnym, przewidującym odpowiedzialność deliktową opartą na zasadzie winy, z tym że ciężar wykazania braku winy spoczywa na podmiocie odpowiedzialnym. Już tylko z tego względu przepisu tego nie można interpretować rozszerzająco zarówno od strony podmiotowej (co do kategorii podmiotów odpowiedzialnych), jak i przedmiotowej (co do zakresu informacji, za które ponoszona jest odpowiedzialność). Przemawia to przeciwko takiej wykładni art. 98 ust. 1 u.o.p., która wprowadzałaby odpowiedzialność podmiotów niewskazanych w tym przepisie za informacje w nim niewymienione.

Po drugie, należy pamiętać, że art. 98 ust. 1 u.o.p. wdraża do prawa krajowego postanowienia dyrektywy 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady

z dnia 4 listopada 2003 r. w sprawie prospektu emisyjnego publikowanego w związku z publiczną ofertą lub dopuszczeniem do obrotu papierów wartościowych i zmieniającą dyrektywę nr 2001/34/WE (Dz.Urz. UE L 345 z 31 grudnia 2003 r.). Artykuł 6 ust. 1 tej dyrektywy wymaga, aby Państwa Członkowskie zapewniły, że odpowiedzialność za informacje podane w prospekcie emisyjnym ponosi przynajmniej emitent lub jego organy administracyjne, zarządzające lub nadzorcze, oferujący, osoba wnioskująca o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym lub poręczyciel. Ponadto, Państwa Członkowskie zapewniają, że ich przepisy ustawowe, wykonawcze i administracyjne w sprawie odpowiedzialności cywilnej mają zastosowanie do osób odpowiedzialnych za informacje podane w prospekcie emisyjnym (art. 6 ust. 2 dyrektywy 2003/71/WE). Dyrektywa 2003/71/WE nie wymaga więc wprowadzenia w prawie krajowym szczególnej odpowiedzialności za informacje związane z ofertą publiczną nie umieszczone w prospekcie emisyjnym lub memorandum informacyjnym. Co prawda, rozszerzenie odpowiedzialności w prawie krajowym na inne podmioty, czy też objęcie nią innych informacji nie jest przez dyrektywę 2003/71/WE wykluczone, ale dyrektywa wykładni zgodnej (prounijnej) tego nie wymaga.

Po trzecie, przepisy u.o.p. posługują się, co do zasady, pojęciem dokumentu w nawiązaniu do prospektu emisyjnego i memorandum informacyjnego. Rozdział 2 u.o.p. jest zatytułowany „Postępowanie z dokumentami informacyjnymi związanymi z ofertą publiczną lub ubieganiem się o dopuszczenie papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych do obrotu na rynku regulowanym”. Mowa w nim o prospekcie emisyjnym (art. 7 u.o.p.), sporządzanym zgodnie z art. 21 ust. 1 u.o.p. w formie: 1) jednolitego dokumentu albo 2) zestawu dokumentów obejmującego dokument rejestracyjny, dokument ofertowy i dokument podsumowujący (zob. też art. 21 ust. 3, art. 22 ust. 2, art. 23, 27 ust. 1 i 2, art. 28-30, 46 ust. 2, art. 48 u.o.p.), a także o memorandum informacyjnym, sporządzanym według art. 38 ust. 1 u.o.p. w formie jednolitego dokumentu (zob. też art. 39 ust. 1, art. 42 ust. 1 u.o.p.). Przy czym informacje mogą być zamieszczane w prospekcie emisyjnym przez odesłanie do jednego lub więcej uprzednio lub równocześnie udostępnionych do publicznej wiadomości dokumentów, które zostały przekazane Komisji lub zatwierdzone przez Komisję

(art. 22 ust. 2 u.o.p.). Natomiast w odniesieniu do informacji przekazywanych w ramach akcji promocyjnej przepisy u.o.p. nie posługują się pojęciem „dokumenty”, ale „materiały promocyjne” (art. 53 ust. 2 u.o.p.). W tym kontekście trudno uznać, że na tle art. 98 ust. 1 u.o.p. pojęciem „inne dokumenty” objęte są także materiały promocyjne, a nie jedynie dokumenty informacyjne w znaczeniu użytym w art. 7-52 u.o.p.

Po czwarte, żaden przepis u.o.p. nie formułuje wprost wymagań dotyczących treści materiałów promocyjnych. Nie jest zatem jasne, jak np. miałyby być oceniana „kompletność” informacji (art. 98 ust. 1 u.o.p.) w takich materiałach, skoro brak jest regulacji przewidującej zakres informacji, które miałyby być w nich udostępniane. W przypadku oferty publicznej, która wymaga sporządzenia prospektu emisyjnego albo memorandum informacyjnego możliwa byłaby ocena prawdziwości i rzetelności informacji objętych materiałami promocyjnymi przez skonfrontowanie treści tych materiałów z treścią prospektu albo memorandum. Zgodnie bowiem z art. 53 ust. 3 u.o.p. informacje przekazywane w ramach akcji promocyjnej powinny być zgodne z informacjami zamieszczonymi w prospekcie emisyjnym udostępnionym do publicznej wiadomości albo z informacjami, których zamieszczenie w prospekcie emisyjnym jest wymagane przepisami ustawy lub rozporządzenia 809/2004, gdy prospekt emisyjny jeszcze nie został udostępniony do publicznej wiadomości, jak również nie mogą wprowadzać inwestorów w błąd co do sytuacji emitenta i oceny papierów wartościowych. Takiej możliwości jednak nie byłoby w odniesieniu do oferty publicznej niewymagającej sporządzenia prospektu lub memorandum. Brak byłoby wówczas treści mogących stanowić punkt odniesienia dla badania prawdziwości i rzetelności materiałów promocyjnych. Informacje takie nie mogłyby jedynie „wprowadzać inwestorów w błąd co do sytuacji emitenta i oceny papierów wartościowych” (art. 53 ust. 3 u.o.p. *in fine*). Nie byłoby jednak podstaw do różnicowania zasad odpowiedzialności przewidzianej w art. 98 ust. 1 u.o.p. w odniesieniu do materiałów promocyjnych w zależności od tego, czy oferta wymagała sporządzenia prospektu lub memorandum, czy też nie.

Problem ten dostrzegają skarżący, wskazując na „konstrukcyjną lukę w prawie” w zakresie obowiązków informacyjnych podmiotu udostępniającego materiały promocyjne i konieczność odwołania się w tej sytuacji do *analogii legis*

(k. 39-40 skargi kasacyjnej). Takie rozwiązanie ze względu na szczególny charakter art. 98 ust. 1 u.o.p. nie jest jednak możliwe, prowadziłoby bowiem w istocie do rozszerzenia zakresu odpowiedzialności przewidzianej w tym przepisie. Co więcej, oznaczałoby to pośrednie nałożenie określonych obowiązków na podmioty prowadzące akcję promocyjną wyłącznie przez interpretację normy przewidującej sankcję (co też dostrzegają skarżący - k. 40 skargi kasacyjnej).

Po piąte, art. 98 ust. 1 u.o.p. nie precyzuje, jakie podmioty ponoszą przewidzianą w nim odpowiedzialność prospektową za treść informacji, zamieszczonych we wskazanych w tym przepisie dokumentach informacyjnych. To art. 22 ust. 4 u.o.p. określa, (1) które podmioty uczestniczące w emisji papierów wartościowych ponoszą odpowiedzialność za prawdziwość, rzetelność i kompletność informacji, a także, (2) za jaki zakres informacji (czego dotyczących) odpowiada każdy z tych podmiotów. Zatem dopiero łączne odczytanie przepisów art. 98 ust. 1 i art. 22 ust. 4 u.o.p. pozwala wyznaczyć krąg podmiotów ponoszących odpowiedzialność prospektową. I tak, zgodnie z art. 22 ust. 4 pkt 5 u.o.p. podmiotem odpowiedzialnym za prawdziwość, rzetelność i kompletność informacji zamieszczonych w prospekcie emisyjnym jest podmiot sporządzający lub biorący udział w sporządzeniu informacji. Przy czym podmiot ten ponosi odpowiedzialność jedynie za informację, którą sporządził lub w której sporządzeniu brał udział. Zatem w świetle art. 22 ust. 4 pkt 5 u.o.p. chodzi jedynie o odpowiedzialność za informacje zawarte w prospekcie emisyjnym i memorandum informacyjnym (art. 38 ust. 5 u.o.p.). Brak podstaw do rozciągnięcia tak ujętej odpowiedzialności na informacje zawarte w materiałach promocyjnych.

Po szóste, taki zakres odpowiedzialności wynika z innej regulacji dotyczącej odpowiedzialności za treść informacji zawartej w materiałach promocyjnych. Obowiązki w tym zakresie są przewidziane w art. 53 ust. 2-4 u.o.p. W razie ich naruszenia Komisja Nadzoru Finansowego może: 1) nakazać wstrzymanie rozpoczęcia akcji promocyjnej lub przerwanie jej prowadzenia na okres nie dłuższy niż 10 dni roboczych, w celu usunięcia wskazanych nieprawidłowości, 2) zakazać prowadzenia akcji promocyjnej, 3) opublikować, na koszt emitenta lub wprowadzającego, informację o niezgodnym z prawem prowadzeniu akcji promocyjnej, wskazując naruszenia prawa. Ponadto, zgodnie z art. 53 ust. 6 u.o.p.

w przypadku stwierdzenia naruszenia obowiązków wynikających z art. 53 ust. 2-4 u.o.p., Komisja może również nałożyć na emitenta lub wprowadzającego karę pieniężną do wysokości 250 000 zł. Przepisy te przewidują więc odrębny tryb odpowiedzialności za treści rozpowszechniane w ramach akcji promocyjnej. Co istotne jest to odpowiedzialność emitenta (podmiotu emitującego papiery wartościowe we własnym imieniu - art. 4 pkt 6 u.o.p.) lub wprowadzającego (właściciela papierów wartościowych dokonującego oferty publicznej - art. 4 pkt 7 u.o.p.), a nie domu maklerskiego.

Po siódme, wykluczenie z zakresu pojęcia „innych dokumentów” materiałów promocyjnych nie oznacza, że w tym zakresie norma art. 98 ust. 1 u.o.p. pozostaje pusta. W pojęciu tym mieszczą się niewątpliwie aneksy do prospektów emisyjnych, o których mowa z art. 51 u.o.p., a także oświadczenia woli składane w związku z dokonywaniem czynności dotyczących oferty publicznej, o których jest mowa w art. 6 u.o.p. Poza tym, zgodnie z art. 37a ust. 1 u.o.p., obowiązującym od 30 listopada 2019 r. (zob. ustawę z dnia 16 października 2019 r. o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz niektórych innych ustaw; Dz.U. z 2019 r., poz. 2217) niektóre oferty publiczne wymagają udostępnienia do publicznej wiadomości dokumentu zawierającego informacje o tej ofercie. Treść tego dokumentu reguluje art. 37a ust. 2 u.o.p. Nie powinno być więc wątpliwości, że dokument zawierający informację o ofercie, o którym mowa w art. 37a u.o.p., jest w rozumieniu art. 98 ust. 1 u.o.p. „innym dokumentem” sporządzanym i udostępnianym w związku z ofertą publiczną dotyczącą papierów wartościowych.

4. Mając zatem na względzie, że wskazywane przez skarżących - jako źródło szkody dokumenty w postaci propozycji nabycia obligacji oraz warunków emisji obligacji - nie są ani prospektem emisyjnym, ani memorandum informacyjnym, mogłyby być co najwyżej uznane za materiały promocyjne. Jednak dom maklerski biorący udział w emisji obligacji nie ponosi odpowiedzialności na podstawie art. 98 ust. 1 u.o.p. za treść Propozycji nabycia obligacji oraz Warunków emisji obligacji, a więc materiałów, które nie są dokumentami informacyjnymi w rozumieniu art. 98 ust. 1 w zw. z art. 7-52 u.o.p. w brzmieniu obowiązującym do 29 listopada 2019 r.

Chybione są wobec tego wszystkie zarzuty skargi kasacyjnej dotyczące naruszenia art. 98 ust.1 u.o.p., który - w okolicznościach sprawy - nie mógł stanowić podstawy odpowiedzialności pozwanego domu maklerskiego.

5. Rację mają skarżący, że sąd nie jest związany podstawą prawną roszczenia przytoczoną przez powoda. Wskazanie podstawy prawnej może jedynie pośrednio określać także fakty uzasadniające żądanie pozwu (zob. np. wyroki Sądu Najwyższego: z 23 lutego 1999 r., I CKN 252/98; z 15 września 2004 r., III CK 352/03; z 11 grudnia 2009 r., V CSK 180/09; z 11 marca 2011 r., II CSK 402/10). Co jednak najistotniejsze, jeżeli z powołanych w pozwie faktów wynika, że roszczenie jest uzasadnione w całości bądź w części, to należy go w takim zakresie uwzględnić, chociażby przytoczona przez powoda prawna okazała się błędna (zob. np. wyrok Sądu Najwyższego z 6 grudnia 2006 r., IV CSK 269/06). Natomiast przytoczenie przez powoda podstawy faktycznej żądania, która może być kwalifikowana według różnych podstaw prawnych, uzasadnia rozważenie przez sąd każdej z nich przy rozpoznaniu sprawy, a zastosowanie jednej z nich, choćby odmiennej od tej, którą podał powód, nie uzasadnia zarzutu naruszenia art. 321 § 1 k.p.c. (wyrok Sądu Najwyższego z 25 czerwca 2015 r., V CSK 528/14).

Sąd Najwyższy podziela pogląd, że dom maklerski może odpowiadać wobec klienta indywidualnego na ogólnych zasadach za zawiedzione zaufanie w razie przekazywania mu nierzetelnych i niekompletnych informacji (postanowienie Sądu Najwyższego z 24 maja 2019 r., IV CSK 533/19). Zatem zgodnie z art. 416 k.c. dom maklerski jest obowiązany do naprawienia szkody wyrządzonej z winy jego organu (zob. wyrok Sądu Najwyższego z 14 kwietnia 2021 r., I CSKP 28/21).

Sądy *meriti* powinny więc rozważyć zasadność roszczenia powodów w świetle możliwych kwalifikacji prawnych, oczywiście tylko w granicach faktów przytoczonych przez powodów dla uzasadnienia żądania (art. 321 § 1 k.p.c.).

6. Skarżący, formułując zarzut naruszenia art. 416 k.c., upatrują bezprawności zachowania pozwanej spółki w umieszczeniu w Propozycji nabycia obligacji oraz Warunkach emisji obligacji wprowadzających w błąd, nieprawdziwych, nierzetelnych i niekompletnych informacji. Według skarżących, pozwany wprowadził w błąd nabywców obligacji (art. 53 ust. 3 u.o.p.) informując, że: 1)

możliwe jest skuteczne ustanowienie zastawu rejestrowego na uprawnieniach z częstotliwości telekomunikacyjnych, 2) emitent zobowiązał się do ustanowienie takiego zastawu, 3) przedmiot zastawu ma wartość 200% wartości emisji obligacji.

W ocenie Sądu Najwyższego, zarówno art. 98 ust. 1 u.o.p. (w brzmieniu obowiązującym do 29 listopada 2019 r.), posługując się kryteriami prawdziwości, rzetelności i kompletności informacji, jak i art. 53 ust. 3 u.o.p. odwołujący się do wprowadzenia w błąd inwestorów, nawiązują do tego rodzaju informacji, które mogą być weryfikowane przy pomocy kryterium prawdy i fałszu. Chodzi więc o to, aby podane informacje były „zgodne ze stanem faktycznym”, jak od 30 listopada 2019 r. stanowi art. 98 ust. 1 u.o.p. Takie określenie podstaw odpowiedzialności wynika z brzmienia art. 11 ust. 1, art. 18 ust. 1 rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) z dnia 14 czerwca 2017 r. nr 2017/1129 w sprawie prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym oraz uchylecia dyrektywy 2003/71/WE (Dz.Urz. UE L 168 z 30 czerwca 2017 r.). Nałożenie określonych obowiązków informacyjnych służy temu, aby inwestorzy dokonywali przemyślanej oceny ryzyka i tym samym podejmowali decyzje inwestycyjne z pełną znajomością stanu faktycznego (por. pkt 54 preambuły do rozporządzenia 2017/1129). Taką samą terminologią, tj. nawiązującą do „zgodności ze stanem faktycznym”, posługiwał się art. 6 ust. 1 dyrektywy 2003/71/WE (zob. także pkt 19 preambuły do tej dyrektywy).

W takim ujęciu kwestionowane przez skarżących informacje były zgodne ze stanem faktycznym, a więc prawdziwe. Spółka M. ustanowiła zastaw rejestrowy na prawach, zastaw ten został wpisany przez sąd do rejestru zastawów. Została również sporządzona wycena rzeczoznawcy majątkowego z grudnia 2011 r., że wartość przedmiotu zastawu wynosi 40 000 000 zł, a więc 200% wartości emisji obligacji. Wszystkie te informacje dotyczą zdarzeń, który rzeczywiście miały miejsce, a więc twierdzenia o ich zaistnieniu są prawdziwe.

Skarżący starają się forsować stanowisko, że obowiązkiem domu maklerskiego było nie tylko przytoczenie w Propozycji nabycia obligacji oraz Warunkach emisji obligacji prawdziwych informacji, ale także dokonanie ich

krytycznej weryfikacji (oceny) od strony prawnej, a w zakresie wartości przedmiotu zastawu - także na płaszczyźnie poprawności jego wyceny. Według skarżących, skoro nie było dopuszczalne ustanowienie zastawu rejestrowego na pakiecie rezerwacji częstotliwości, a więc ta czynność prawna była nieważna, to informując o ustanowieniu zastawu, pozwana spółka podała nieprawdę, bowiem zastaw nie został ważnie i skutecznie ustanowiony.

Należy jednak odróżnić sferę faktów od sfery ocen, w tym ocen prawnych. W kategoriach faktycznych informacje podane przez pozwane biuro maklerskie były prawdziwe. Dom maklerski nie miał natomiast obowiązku weryfikowania uzyskanych od emitenta informacji, w tym o sposobie zabezpieczenia obligacji, na płaszczyźnie prawnej, w szczególności dokonania oceny ważności i skuteczności dokonanych przez emitenta czynności prawnych. To samo dotyczy poprawności wyceny przedmiotu zastawu. Taki obowiązek nie wynika z przepisów u.o.p., w tym z art. 53 ust. 3 i art. 98 ust. 1 u.o.p., ani z przepisów ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowym (t.j. Dz.U. z 2021 r., poz. 328 ze zm., dalej: u.o.i.f.), ani z powoływanej przez skarżących zasady *neminem laedere*. Zwłaszcza ta ostatnia ogólna zasada nie może być postrzegana jako źródło tego rodzaju szczególnego obowiązku domu maklerskiego. Odmienne jej rozumienie nakładałoby w okolicznościach sprawy na dom maklerski obowiązki wręcz niewykonalne.

Nie jest jasne, w jaki sposób dom maklerski miałby weryfikować zgodność z prawem zabezpieczenia obligacji oferowanych przez emitenta, mając na względzie, że w niniejszej sprawie kwestia ta nie jest jednoznaczna. Nie można przecież pominąć, że sąd rejestrowy wpisał kwestionowany zastaw do rejestru zastawów, nie dostrzegając przeszkód do dokonania wpisu. Zgodnie z art. 40 ust. 3 zd. 2 u.z.r. sąd oddala wniosek o wpis, jeżeli treść dokumentów stanowiących jego podstawę oczywiście narusza prawo. Kognicja sądu prowadzącego rejestr zastawów nie ogranicza się więc do samej funkcji rejestracyjnej. Postępowanie o wpis zastawu rejestrowego jest podobne do postępowania wieczystoksięgowego, na gruncie którego wyjaśniono już, że kontroli sądu podlega również skuteczność materialno-prawna czynności prawnej, która stanowi podstawę wpisu (postanowienie Sądu Najwyższego z 11 września 2019 r., V CSK 555/18).

Zatem, w ocenie sądu rejestrowego, ustanowienie zastawu rejestrowego na pakiecie częstotliwości radiowych nie naruszało prawa w oczywisty sposób. Trudno wymagać od domu maklerskiego biorącego udział w emisji obligacji spółki, aby w takim przypadku - wbrew stanowisku sądu rejestrowego - dokonał odmiennej oceny dopuszczalności takiego sposobu zabezpieczenia obligacji.

Skarżący zdają się przy tym nie dostrzegać, że dom maklerski łączy z emitentem umowa o oferowanie instrumentów finansowych (art. 72 u.o.i.f.). Zatem dom maklerski działał jako pośrednik w imieniu i na rzecz spółki oferującej. Nie świadczył natomiast usług na rzecz nabywców obligacji. Nie sposób sobie wyobrazić, aby dom maklerski - wbrew interesom spółki emitującej obligacje (zob. art. 354 k.c.) - informował inwestorów o swoich własnych zastrzeżeniach czy wątpliwościach dotyczących sposobu zabezpieczenia obligacji.

W konsekwencji, należy przyjąć, że zachowanie pozwanego domu maklerskiego polegające na podaniu w Propozycji nabycia obligacji oraz Warunkach emisji obligacji prawdziwych informacji o zabezpieczeniu oferowanych obligacji nie było bezprawne, skoro informacje te były prawdziwe w rozumieniu „zgodności ze stanem faktycznym”. Z tego też względu nie sposób uznać, iż informacje te wprowadzały w błąd. Natomiast dom maklerski nie miał obowiązku dokonywania prawnych analiz i ocen tych informacji oraz udostępniania ich wniosków inwestorom. Nie ma zatem podstaw do przypisania pozwanemu odpowiedzialności na podstawie art. 416 k.c.

7. Skoro zarzuty naruszenia art. 98 ust. 1 u.o.p. i art. 416 k.c. okazały się bezzasadne, a więc brak było podstaw do przypisania pozwanej spółce odpowiedzialności odszkodowawczej, to analiza dopuszczalności ustanowienia zastawu rejestrowego na pakiecie częstotliwości radiowych jest zbędna. Ewentualne naruszenie art. 7 ust. 1 u.z.r. w zw. z art. 122 Prawa telekomunikacyjnego nie mogło bowiem mieć wpływu na wynik sprawy.

8. Z tego względu Sąd Najwyższy na podstawie art. 398¹⁴ k.p.c. oddalił skargę kasacyjną i zgodnie z art. 98 § 1 i 3 k.p.c. w zw. z art. 99 k.p.c. oraz § 10 ust. 4 pkt 2 w zw. z § 2 pkt 6 rozporządzenia Ministra Sprawiedliwości z dnia 22 października 2015 r. w sprawie opłat za czynności radców prawnych

(t.j. Dz.U. z 2018 r., poz. 265 ze zm.) obciążył skarżących kosztami postępowania kasacyjnego.

jw