



WYROK W IMIENIU RZECZYPOSPOLITEJ POLSKIEJ

16 maja 2023 r.

Sąd Najwyższy w Izbie Cywilnej w składzie:

SSN Jacek Grela (przewodniczący)
SSN Leszek Bielecki (sprawozdawca)
SSN Mariusz Załucki

po rozpoznaniu na posiedzeniu niejawnym 16 maja 2023 r. w Warszawie,
skargi kasacyjnej P. S., A. G. i P. L.
od wyroku Sądu Apelacyjnego w Warszawie
z 9 października 2020 r., VII AGa 2057/18,
w sprawie z powództwa P. S., A. G., P. L.
przeciwko B. spółce akcyjnej w W.
o zapłatę,

- 1. oddala skargę kasacyjną;**
- 2. zasądza od P. S., A. G. i P. L. na rzecz B. spółki akcyjnej w W. kwoty po 2.700,00 zł (dwa tysiące siedemset złotych) od każdego z nich, kosztów postępowania kasacyjnego.**

UZASADNIENIE

Sąd Okręgowy w Warszawie wyrokiem z 23 kwietnia 2018 r., XXVI GC 837/17, w sprawie z powództwa P. S., A. G., P. L. przeciwko B. Spółce Akcyjnej z siedzibą w W. oddalił powództwo o zasądzenie od pozwanej kwot po 78.400 zł na rzecz każdego z powodów tytułem odszkodowania za dokonanie przez pozwanego przymusowego

wykupu należących do nich akcji spółki H. S.A. po cenie niższej od ich wartości godziwej.

W sprawie tej ustalono, że spółka H. była spółką publiczną, notowaną od 1997 r. na rynku podstawowym Giełdy Papierów Wartościowych i została zaklasyfikowana do sektora przemysłu metalowego. Powodowie byli akcjonariuszami tej spółki, przy czym A. G., jako inwestor fundamentalny, zajmował się wykupem niedoszacowanych akcji spółek. Cena akcji była stabilna od 2014 r. i nie ulegała znaczącym wahaniom.

Najistotniejszym akcjonariuszem, sprawującym kontrolę nad spółką H. była pozwana spółka B. S.A. 25 września 2014 r. pozwana wraz ze spółkami z grupy kapitałowej wezwała do sprzedaży 8 869 415 akcji spółki H., stanowiących 34,65 % ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu spółki po cenie 4,90 zł. Celem wzywających było wycofanie H. S.A. z obrotu na Giełdzie Papierów Wartościowych. Cena ogłoszona w wezwaniu to 4,90 zł za jedną akcję, która była wyższa niż cena minimalna określona wymaganiami art. 79 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (jednolity tekst: Dz.U. z 2022 r., poz. 2554 ze zm., dalej jako „ustawa o ofercie”). Cena była wyższa o 9,6% od ceny 4,47 zł stanowiącej średnią arytmetyczną ze średnich dziennych cen ważonych wolumenem obrotu za okres sześciu miesięcy poprzedzających ogłoszenie wezwania, w czasie których odbywał się obrót akcjami na rynku podstawowym Giełdy Papierów Wartościowych. Cena wezwania była również wyższa o 7,45% od ceny 4,56 zł stanowiącej cenę arytmetyczną ze średnich dziennych cen ważonych wolumenem obrotu za okres trzech miesięcy poprzedzonych ogłoszeniem wezwania, w czasie których odbywał się obrót akcjami na rynku podstawowym Giełdy Papierów Wartościowych. Zarząd nie przeprowadzał wyceny H. S.A. w związku z wezwaniem i nie szacował odrębnie jej wartości godziwej.

Uchwałą nr 5 Nadzwyczajnego Walnego Zgromadzenia H. S.A. z 31 października 2014 r. zniesiono dematerializację akcji H. S.A. czyli 2 474 030 akcji serii A o numerach od [...] do [...], 370 000 akcji serii B o numerach od [...] do [...]

[...], 5 688 060 akcji serii C o numerach od [...] do [...] i 17 064180 akcji serii D o numerach od [...] do [...] - łącznie 25 596 270 akcji o wartości nominalnej 10 zł każda, oznaczonych przez Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych kodem ISIN [...], poprzez przywrócenie im formy dokumentów. Akcjonariusze mniejszościowi H. S.A. wniesli sprzeciw. 29 października 2015 r. H. S.A. uchyliła ww. uchwałę.

12 stycznia 2017 r., zgodnie z postanowieniami art. 82 ust. 1 ustawy o ofercie, pozwana spółka wraz z podmiotami zależnymi zażądała od akcjonariuszy mniejszościowych sprzedaży wszystkich akcji w drodze przymusowego wykupu. Żądanie wykupu zgłosiło pięć podmiotów powiązanych z akcjonariuszem dominującym: B. S.A., I. S.A., B. sp. z o.o., B. sp. z o.o. oraz I. sp. z o.o. Podmioty te posiadały różne ilości akcji H. S.A. i zawarły porozumienie wskutek którego osiągnęły 90% ogólnej liczby głosów koniecznych do przeprowadzenia transakcji. Faktycznie nabywającym akcje był tylko jeden podmiot – B. S.A.

Średnia arytmetyczna ze średnich dziennych cen ważonych wolumenem obrotu z okresu sześciu miesięcy poprzedzających ogłoszenie przymusowego wykupu, w czasie których dokonywany był obrót akcjami H. S.A. na rynku podstawowym Giełdy Papierów Wartościowych wynosiła 5,26 zł. Średnia arytmetyczna ze średnich dziennych ważonych wolumenem obrotu z okresu trzech miesięcy poprzedzających ogłoszenie przymusowego wykupu w czasie których dokonywany był obrót akcjami H. S.A. na rynku podstawowym Giełdy Papierów Wartościowych wynosiła 5,30 zł. Cena wykupu była wyższa niż cena po jakiej akcjonariusze żądający wykupu, podmioty od nich zależne lub wobec nich dominujące, w ciągu ostatnich dwunastu miesięcy poprzedzających ogłoszenie przymusowego wykupu nabywały akcje H. S.A. Żaden z żądających sprzedaży w drodze przymusowego wykupu akcji w okresie dwunastu miesięcy poprzedzających ogłoszenie przymusowego wykupu nie nabył akcji H. S.A. w zamian za świadczenia niepieniężne.

Zbycie akcji H. S.A. przysługujących akcjonariuszom mniejszościowym, w tym powodom, nastąpiło 17 stycznia 2017 r. po cenie 5,32 zł. Wszyscy akcjonariusze mniejszościowi zostali wywłaszczeni, przy czym P. S. został wywłaszczony z 8 095 akcji, A. G. z 27 000 akcji a P. L. z 124 100 akcji. Po przeprowadzeniu przymusowego

wykupu akcji pozwana spółka przeprowadziła zniesienie dematerializacji akcji H. S.A.

Sąd Apelacyjny w Warszawie wyrokiem z 9 października 2020 r., VII Aga 2057/18, oddalił apelację powodów oraz orzekł o kosztach procesu. W uzasadnieniu wyroku wskazał, że w przypadku przymusowego wykupu akcji powołane w apelacji przepisy nie zapewniają akcjonariuszom mniejszościowym ekwiwalentu wartości godziwej zarzucając sprzeczność z właściwie interpretowanymi przepisami prawa oraz z zasadami współżycia społecznego. Sąd wskazał, że przymusowy wykup może być uznawany za instrument o tyle kontrowersyjny, że stanowi przykład przepisów ingerujących w funkcjonowanie rynku kapitałowego, wprowadzając ochronę akcjonariuszy większościowych. Powoduje zmianę struktury akcjonariatu spółki publicznej poprzez wyeliminowanie z niej akcjonariuszy drobnych, posiadających znikomą siłę głosu i możliwość oddziaływania na spółkę, niezależnie od ich woli. Konstytucyjność przymusowego wykupu akcji w spółkach niepublicznych potwierdził Trybunał Konstytucyjny w wyroku z 21 czerwca 2005 r. (P 25/02, OTK-A 2005, Nr 6, poz. 65), co należy odnosić także do wykupu przymusowego w spółkach publicznych.

Sąd odwoławczy wskazał za Sądem pierwszej instancji, że żądanie wykupu stanowi jednostronną czynność prawną, nie zaś umowę. Zgodnie z cywilistycznym pojęciem za czynność prawną jednostronną uważa się czynność podmiotu prawa cywilnego, która dochodzi do skutku przez złożenie tylko jednego oświadczenia woli. Skoro zatem do przymusowego wykupu akcji dochodzi po złożeniu żądania wykupu, a nie jest potrzebna zgoda akcjonariuszy mniejszościowych, nie sposób zaakcentować poglądu o relacji umownej. Za niezasadne zatem Sąd uznał zarzuty błędnej wykładni przesłanki nienależytego wykonania umowy w sytuacji, gdyż Sąd Okręgowy zakwalifikował czynność przymusowego wykupu akcji jako czynność jednostronną, a zatem nie stosował (w tym nie dokonywał wykładni) przepisu art. 471 k.c.

Sąd drugiej instancji uznał również za bezpodstawne twierdzenia powodów, że Sąd pierwszej instancji błędnie przyjął, iż działanie pozwanego nie miało charakteru bezprawnego, a żądanie wykupu po cenie nie niższej niż ustawowe

minimum całkowicie wyłącza możliwość zaistnienia bezprawności na jakiegokolwiek innej postawie. Zarzut ten okazał się o tyle nieuzasadniony, że rolą Sądu orzekającego jest rozstrzygnięcie sporu toczącego się między stronami z uwzględnieniem materiału dowodowego oraz twierdzeń stron, nie zaś czynienie teoretycznych uwag odnośnie do występującego w prawie cywilnym modelu odpowiedzialności. Sąd pierwszej instancji nie czynił takich teoretycznych wywodów, zaś ocenę swoją odnosił do okoliczności faktycznych sprawy.

Dalej Sąd odwoławczy podniósł, że skarżący w apelacji wskazywali, że H. S.A. celowymi działaniami (poprzez dokonywanie nietransparentnych transakcji z podmiotami powiązanymi, brak egzekwowania wymagalnych i zabezpieczonych wierzytelności oraz niewykonywanie własnych uchwał) doprowadził do długotrwałego utrzymywania zaniżonego kursu akcji, który nie odpowiadał ich realnej (godziwej) wartości, po to aby następnie akcjonariusze większościowi skupili w przymusowym trybie akcje akcjonariuszy mniejszościowych po zaniżonej cenie, co w konsekwencji doprowadziło do bezpodstawnego uprzywilejowania i przejęcia całej spółki. Rozważając ten zarzut Sąd wskazał, że skarżący nie kwestionowali ustaleń dokonanych przez Sąd pierwszej instancji, ani też nie zgłosili na tę okoliczność stosownych dowodów w postępowaniu apelacyjnym. Nadto twierdzenia w tym zakresie należało złożyć przed Sądem pierwszej instancji, gdyż na etapie postępowania apelacyjnego były one spóźnione (art. 381 k.p.c.). Z całą stanowczością Sąd podkreślił, że w sprawie nie zostało wykazane że miały miejsce nieuczciwe, czy też przestępcze działania skutkujące obniżeniem wartości rynkowej akcji, na co powoływali się skarżący, zarzucając „ustawowe bezprawie”. Sugestie, że kurs akcji utrzymywał się na zaniżonym poziomie, najprawdopodobniej wskutek celowych działań, nie miał odniesienia do okoliczności sprawy. Powodowie bowiem świadomie inwestowali w akcje „niedoszacowane”, zakładając, że ich wartość rynkowa ulegnie korzystniejszej zmianie, przy czym kurs przedmiotowych akcji był stabilny od dłuższego czasu, co wynikało z niekwestionowanych ustaleń faktycznych. Sąd Apelacyjny wskazał, że nawet gdyby były przesłanki do uznania, że doszło do zaniżenia kursu akcji to i tak nie sposób było przyjąć, że strona pozwana - akcjonariusz większościowy, ponosiłby za to odpowiedzialność. Brak było bowiem w tym zakresie tak dowodów jak i twierdzeń strony skarżącej.

Sąd drugiej instancji nie znalazł również podstaw do uznania, że za roszczeniem powodów przemawiały zasady współżycia społecznego. Intencją ustawodawcy wyrażoną w art. 5 k.c. jest odmowa objęcia ochroną osoby, której choć formalnie przysługuje określone prawo, to w danym przypadku jego realizacja jest sprzeczna ze społeczno-gospodarczym przeznaczeniem tego prawa lub z zasadami współżycia społecznego. Sąd podkreślił, że klauzule generalne, a konkretnie zasady współżycia społecznego nie mogą kreować od podstaw żadnego stosunku zobowiązaniowego, ani też samodzielnie stanowić o bezprawności, o której mowa w art. 415 k.c. na co wskazywali skarżący. Ustalenie przymusowego wykupu akcji w kwocie nie niższej niż ustawowe minimum nie mogło zostać uznane za sprzeczne z zasadami współżycia społecznego, czy bezprawne. Zachowanie się sprzeczne z zasadami współżycia społecznego lub dobrymi obyczajami nie może być samo przez się uważane za bezprawne z punktu widzenia odpowiedzialności przewidzianej w art. 415 k.c., jeżeli jednocześnie nie stanowi naruszenia bezwzględnie obowiązującego przepisu prawa. Sąd Najwyższy w wyroku z 19 października 2012 r., V CSK 501/11 wyjaśnił, że nie ma w kodeksie cywilnym odpowiednika dawnego art. 135 k.z., zgodnie z którym „kto rozmyślnie lub przez niedbalstwo wyrządził drugiemu szkodę, wykonywając swe prawo, obowiązany jest do jej naprawienia, jeżeli wykroczył poza granice, określone przez dobrą wiarę lub przez cel, ze względu na który prawo mu służyło”. W obecnie obowiązującej Konstytucji nie ma także odpowiednika art. 90 Konstytucji z 1952 r., zgodnie z którym obywatele Rzeczypospolitej Polskiej byli obowiązani m.in. „szanować zasady współżycia społecznego”. Oznacza to, iż sprzeczność z zasadami współżycia społecznego nie może być samodzielną podstawą ustalenia bezprawności czynu. Nadto działanie zgodne z obowiązującymi przepisami prawa, mające oparcie w przepisach ustawy, nie może być uznane za bezprawne. W takim bowiem przypadku można byłoby mówić jedynie o ewentualnym nadużyciu prawa, o którym mowa w art. 5 k.c., a przez które rozumie się wykorzystanie przysługującego prawa w sposób niezgodny z jego przeznaczeniem i w celu osiągnięcia skutków nieobjętych tym prawem. Wskazany przepis nie stanowi jednak podstawy do dochodzenia roszczeń i ma charakter wyjątkowy. W orzecznictwie jednoznacznie wskazuje się, że artykuł 5 k.c. może być tylko podstawą obrony, nie zaś źródłem roszczenia.

Przepis ten zatem nie może stanowić samodzielnej podstawy dochodzonych żądań, co oznacza niedopuszczalność oparcia roszczenia procesowego na fakcie nadużywania prawa podmiotowego przez przeciwnika.

Dalej Sąd Apelacyjny wyjaśnił, że przesłankami odpowiedzialności z art. 415 k.c. są wina, szkoda oraz związek przyczynowy pomiędzy zawinionym i bezprawnym działaniem, a powstałą szkodą. Skarżący nie kwestionowali w sprawie, iż kupowali akcje niedoszacowane licząc na wzrost ich wartości. Nie sposób zatem przyjąć że ponieśli szkodę, gdyż po ich stronie mogło dojść jedynie do utraty spodziewanych korzyści. Nie wskazywali jednak czy i kiedy takie korzyści w ogóle by uzyskali. Kurs akcji H. S.A. od 2014 r. pozostawał stabilny, zaś Sąd nie znalazł natomiast podstaw aby przyjmować, że były perspektywy jego wzrostu.

Sąd pierwszej instancji uznał, że w świetle treści przepisów ustawy o ofercie, tj. zgodnie wykładnią językową, podstawową zasadą ustalenia ceny wykupu akcji jest wyliczenie arytmetyczne ich średniej ceny rynkowej. Dopiero, gdy nie ma możliwości ustalenia ceny we wskazany sposób, zastosowanie znajdzie art. 79 ust. 1 pkt 2 ustawy o ofercie, który przewiduje ustalenie ceny według tzw. wartości godziwej akcji. Zauważył nadto, że przepisy ustawy krajowej wprowadzono celem implementacji szeregu dyrektyw unijnych, mających na celu zapewnienie wyłączenia mniejszości akcjonariuszy po godziwej cenie. Zarówno na podstawie przepisów ustawy o ofercie, jaki i Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. nr 2004/25/WE w sprawie ofert przyjęcia (Dz. U.UE.L.2004.142.12 ze zm.), godziwa cena ustalana jest, po pierwsze na podstawie arytmetycznego jej wyliczenia, a dopiero w przypadku braku możliwości dokonania takiego wyliczenia - na podstawie przepisów o rachunkowości (wartość godziwa). W obu jednak przypadkach przymusowy wykup akcji następuje po cenie godziwej, tylko inaczej ta cena, jako godziwa jest ustalana. Wysokość ceny w oparciu o wartość godziwą rozumianą jako cena ustalana poza rynkiem giełdowym, ustalana jest dopiero wówczas, gdy nie ma możliwości arytmetycznego jej wyliczenia. Sąd pierwszej instancji zatem dokonał wykładni systemowej i celowościowej, zaś w uzasadnieniu wyroku wskazał na różnice pomiędzy przymusowym wykupem akcji w spółkach publicznych (uregulowanym w przepisach ustawy o ofercie), a przymusowym wykupem w tzw. prywatnych spółkach akcyjnych

(uregulowanym w przepisach Kodeksu spółek handlowych). Uwzględnił również wytyczne Dyrektywy 2004/25/WE i uznał, że literalna wykładnia przepisów prawa polskiego nie pozostaje w sprzeczności z przepisami unijnymi. Dokonując wykładni celowościowej wyjaśnił *ratio legis* instytucji przymusowego wykupu akcji. Nadto dokonał oceny, czy pierwszorzędną wartością, podlegającą ochronie powinien być interes mniejszościowego akcjonariusza, który (choć został wywłaszczony po cenie wyższej niż cena, za którą kupił akcje) nie osiągnął spodziewanego zysku, jak również odniósł się do istoty spółki akcyjnej oraz jej cech. Tym samym, w ocenie Sądu odwoławczego, Sąd pierwszej instancji zasadnie przyjął, że przepisy ustawy przewidują wprost, w sposób jednoznaczny i niemogący budzić wątpliwości, w jaki sposób należy obliczyć cenę wykupu akcji. Ustawodawca przyjął, iż w przypadku spółek publicznych to kurs akcji będzie odzwierciedlał ich „wartość godziwą”. Dywagacje dotyczące ceny najlepszej, czy najbardziej obiektywnej, ekwiwalentnej, nie miały zatem wpływu na sprawę.

Sąd Apelacyjny nie zaakceptował także zarzutów skarżących, którzy wywodzili, że cena wykupu akcji powinna być równa jej wartości księgowej, podczas gdy przepis wprost stanowi, że ekwiwalentem wartości akcji spółki publicznej jest właśnie ich cena rynkowa, tj. cena po jakiej w można je nabyć na rynku regulowanym. Istotą rynku regulowanego jest to, iż z założenia cena rynkowa akcji nie zawsze będzie odpowiadać jej wartości księgowej i może być ona od niej zarówno niższa, jak i wyższa. Natomiast przyjęcie, że cena przymusowego wykupu akcji powinna być co najmniej równa wartości godziwej w rozumieniu art. 28 ust. 6 ustawy z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości (jednolity tekst: Dz.U. z 2023 r., poz. 120 ze zm., dalej jako „ustawa o rachunkowości”), prowadziłoby do sytuacji wykupu po cenie wskazującej na ich przewartościowanie, co z kolei prowadziłoby do uprzywilejowania akcjonariuszy mniejszościowych, co jak należy zakładać, nie było celem ustawodawcy. Pojęcie „ceny godziwej”, do której odwołują się przepisy Dyrektywy nie jest tożsame z pojęciem „wartości godziwej”, o którym mowa w art. 79 ust. 1 pkt 2 ustawy o ofercie, gdyż stanowi pojęcie z zakresu nauki ekonomii, w szczególności rachunkowości. Oznacza to, że z przepisów Dyrektywy nie wynika, że ceną godziwą jest tylko i wyłącznie cena ustalona w oparciu o wartość godziwą akcji, rozumianą jako cena uzgodniona przez niezależne, odpowiednio poinformowane strony

transakcji, działające w oderwaniu od rynku publicznego (giełdowego).

Zdaniem Sądu Apelacyjnego brak jest podstaw także do uznania, że wartość godziwa akcji jest wartością równą co najmniej ich wartości księgowej. Wskazał przy tym na art. 28 ust. 6 ustawy o rachunkowości, zgodnie z którym za wartość godziwą przyjmuje się kwotę, za jaką dany składnik aktywów mógłby zostać wymieniony, a zobowiązanie uregulowane na warunkach transakcji rynkowej, pomiędzy zainteresowanymi i dobrze poinformowanymi, niepowiązanymi ze sobą stronami. Wartość godziwą instrumentów finansowych znajdujących się w obrocie na aktywnym rynku stanowi cena rynkowa pomniejszona o koszty związane z przeprowadzeniem transakcji, gdyby ich wysokość była znacząca. Zatem pojęcie wartości godziwej należy odnosić do warunków (w tym cen) regulujących rynek danych aktywów.

Skarżący wywodzili, że wykładania funkcjonalna powinna uwzględniać okoliczność, że akcjonariusz spółki publicznej jako jej współwłaściciel, jest jej szczególnym wierzycielem z tytułu wkładu wniesionego do spółki, a ilość akcji i szczególna wierzytelność o zwrot wkładu pozostają w stałej relacji proporcjonalności, bez względu na ilość posiadanych przez akcjonariusza akcji. Argument ten nie przekonał jednak Sądu drugiej instancji z uwagi na to, że powodowie kupili akcje po cenie niższej od ceny wykupu. Nie znalazły także uzasadnienia zarzuty dotyczące braku uczciwości, skoro powodowie nawet decydując się na sprzedaż akcji na rynku nie mogliby uzyskać ceny wyższej niż ustalona zgodnie z ustawą.

Niezasadnie skarżący zarzucili także naruszenie art. 227 k.p.c. w zw. z art. 248 § 1, art. 249 oraz art. 278 § 1 k.p.c. przez oddalenie wniosków dowodowych zgłoszonych w pozwie, bowiem Sąd Okręgowy nie badał okoliczności dotyczących wysokości szkody, zasadnie przyjmując, że nie występuje przesłanka odpowiedzialności.

Sąd Apelacyjny oddalił wniosek skarżących o zwrócenie się do Sądu Najwyższego z pytaniem prawnym uznając, że przepisy prawa w sposób wyczerpujący regulują tę kwestię, nie budząc wątpliwości interpretacyjnych

w doktrynie ani rozbieżności w orzecznictwie.

Skargę kasacyjną od wyroku Sądu drugiej instancji wnieśli powodowie zaskarżając go w całości i zarzucając :

1) naruszenie art. 82 ust. 2 w zw. z art. 79 1-3 ustawy o ofercie przez błędną wykładnię polegającą na niezasadnym przyjęciu, że wynikająca z tych przepisów norma prawna nie zapewnia przymusowo wykupionym akcjonariuszom mniejszościowym uzyskania ekwiwalentu wartości godziwej wywłaszczonych akcji i pozwala na spowodowanie u akcjonariuszy mniejszościowych uszczerbku w majątku, obejmującego różnicę pomiędzy wartością godziwą przymusowo wykupionych akcji spółki publicznej (ekwiwalentem ich wartości), a uzyskaną ceną przymusowo wykupionych akcji, oraz pominięcie przy ustaleniu ceny przymusowego wykupu dyrektyw wynikających z art. 354 § 1 oraz 355 § 1 k.c. w zw. z art. 3 k.s.h. (w przypadku przyjęcia, że przymusowy wykup stanowił relację umowną), bądź art. 56 k.c. (w przypadku przyjęcia, że przymusowy wykup stanowił jednostronną czynność prawną), co doprowadziło do błędnego przyjęcia, że przy ustaleniu ceny akcji przymusowo wykupywanych nie jest konieczne uwzględnienie wartości godziwej wywłaszczanych akcji, stanowiącej ekwiwalent wszystkich praw związanych z prawem własności akcji, oraz co doprowadziło do błędnego przyjęcia, że wywłaszczenie akcjonariusza mniejszościowego za cenę poniżej wartości godziwej akcji nie jest nadużyciem prawa w stosunkach korporacyjnych, oraz art. 347 i art. 474 k.s.h. w związku z art. 20 k.s.h. oraz art. 80 ust. 2 oraz ust. 3 ustawy o ofercie, co doprowadziło do błędnego utożsamienia pojęcia wartość godziwa akcji z wartością rynkową akcji oraz do pominięcia przy wykładni pojęcia wartości godziwej akcji tego, że akcjonariuszowi przysługuje prawo do udziału w zysku oraz prawo do udziału w podziale majątku spółki.

2) Ewentualnie, na wypadek przyjęcia, że art. 82 ust. 2 w zw. z art. 79 ust. 1-3 ustawy o ofercie zawiera lukę prawną poprzez to, że nie zawiera wymogu zapłaty ceny równej co najmniej wartości godziwej wywłaszczonych akcji (mechanizmu gwarantującego wywłaszczonemu akcjonariuszowi uzyskania ekwiwalentu wywłaszczonych wszystkich praw związanych z prawem własności akcji) – naruszenie przez błędną wykładnię art. 82 ust. 2 w związku z art. 79 ust. 1-3 ustawy

o ofercie w związku z art. 415 k.c. bądź w związku z art. 471 k.c. bądź w zw. z art. 405 k.c. przez brak uwzględnienia *per analogiem* art. 312 § 8 k.s.h. w zw. z art. 417 § 1 k.s.h. i w zw. z art. 418 § 3 zdanie 1 k.s.h., art. 128 ust. 1 w zw. z art. 130 ust. 2 ustawy z dnia 21 sierpnia 1997 r. o gospodarce nieruchomościami (jednolity tekst: Dz.U. z 2023 r., poz. 377 ze zm.), art. 80 ust. 2 oraz ust. 3 ustawy o ofercie, brak uwzględnienia art. 64 ust. 2 i 3 Konstytucji w związku z art. 21 ust. 2 Konstytucji, brak uwzględnienia wniosków płynących z wykładni komparatystycznej oraz wniosków z Dyrektywy 2004/25/WE, co doprowadziło do przyjęcia, że brak jest zobowiązania podmiotów dokonujących przymusowego wykupu do zapłaty za wyłączone akcje ceny godziwej, stanowiącej ekwiwalent wartości wszystkich praw związanych z tymi akcjami, a zubożonym akcjonariuszom nie przysługuje roszczenie o zapłatę różnicy pomiędzy uzyskaną ceną, a wartością godziwą wyłączonych akcji;

3) błędne niezastosowanie art. 415 k.c. w związku z art. 82 ust. 2 w związku z art. 79 ust. 1-3 ustawy o ofercie - na wypadek przyjęcia, że przymusowy wykup akcji nie stanowi relacji umownej i następuje na podstawie jednostronnej czynności prawnej; bądź art. 471 k.c. w związku z art. 82 ust. 2 w związku z art. 79 ust. 1-3 ustawy o ofercie - na wypadek przyjęcia, że przymusowy wykup akcji stanowi relację umowną; bądź art. 405 k.c. przez jego niezastosowanie i w konsekwencji także jego błędną wykładnię polegającą na przyjęciu, że nabywca akcji w trybie przymusowego wykupu, który nabył te akcje płacąc za nie cenę poniżej ich wartości godziwej, nie uległ bezpodstawnemu wzbogaceniu;

4) naruszenie przepisów postępowania, które miało istotny wpływ na wynik sprawy, tj. art. 227 w zw. z 248 § 1, art. 249 oraz art. 278 § 1 oraz art. 386 § 3 k.p.c. przez brak uwzględnienia przez Sąd Apelacyjny zarzutu dotyczącego oddalenia wniosków dowodowych, pomimo, że wnioski te zmierzały do ustalenia istnienia i rozmiaru szkody, co jest okolicznością mającą dla sprawy istotne znaczenie, co doprowadziło do braku rozpoznania istoty sprawy w zakresie doznanego przez powodów uszczerbku w majątku.

Skarżący wniesli o uchylenie zaskarżonego wyroku w całości oraz poprzedzającego go wyroku Sądu Okręgowego w Warszawie w całości i przekazanie sprawy do ponownego rozpoznania do Sądu pierwszej instancji oraz o zasądzenie ich rzecz kosztów postępowania w wysokości przewidzianej prawem.

W odpowiedzi na skargę kasacyjną pozwana wniosła o jej oddalenie w całości oraz o zasądzenie od każdego z powodów na jej rzecz kosztów postępowania kasacyjnego, w tym kosztów zastępstwa procesowego, według norm przepisanych.

Sąd Najwyższy zważył, co następuje:

Skarga kasacyjna nie zasługiwała na uwzględnienie.

Zgodnie z, odpowiednio z art. 82 ust. 1, ust. 2 i ust. 2a ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie, akcjonariuszowi spółki publicznej, który samodzielnie lub wspólnie z podmiotami od niego zależnymi lub wobec niego dominującymi oraz podmiotami będącymi stronami porozumienia, o którym mowa w art. 87 ust. 1 pkt 5, osiągnął lub przekroczył 95% ogólnej liczby głosów w tej spółce, przysługuje, w terminie trzech miesięcy od osiągnięcia lub przekroczenia tego progu, prawo żądania od pozostałych akcjonariuszy sprzedaży wszystkich posiadanych przez nich akcji (przymusowy wykup). Cenę przymusowego wykupu akcji dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym ustala się zgodnie z art. 79 ust. 1, 2, 3a i 3b oraz art. 79a. Cenę przymusowego wykupu akcji wprowadzonych wyłącznie do alternatywnego systemu obrotu ustala się zgodnie z art. 79 ust. 2, 3a i 3b, art. 79a oraz art. 91 ust. 6-8. Jeżeli osiągnięcie lub przekroczenie progu, o których mowa w ust. 1, nastąpiło w wyniku ogłoszonego wezwania na sprzedaż lub zamianę wszystkich pozostałych akcji spółki, cena przymusowego wykupu nie może być niższa od ceny proponowanej w tym wezwaniu. Przepisu ust. 2 nie stosuje się.

Stosownie natomiast do przepisów powołanej wyżej ustawy, odpowiednio, art. 79 ust. 1, ust. 2, ust. 3a, ust. 3b i art. 79a oraz art. 91 ust. 6-8, cena akcji proponowana w wezwaniu : cena akcji proponowana w wezwaniu: 1) w przypadku gdy którekolwiek z akcji spółki są przedmiotem obrotu na rynku regulowanym, nie może być niższa od: a) średniej ceny rynkowej: – z okresu 3 miesięcy poprzedzających przekazanie zawiadomienia, o którym mowa w art. 77a ust. 1, w czasie których dokonywany był obrót tymi akcjami na rynku głównym, oraz –

z okresu 6 miesięcy poprzedzających przekazanie zawiadomienia, o którym mowa w art. 77a ust. 1, w czasie których dokonywany był obrót tymi akcjami na rynku głównym, oraz b) średniej ceny rynkowej z krótszego okresu - jeżeli obrót akcjami spółki był dokonywany na rynku głównym przez okres krótszy niż określony w lit. a tiret drugie; 2) w przypadku gdy nie jest możliwe ustalenie ceny zgodnie z pkt 1 albo w przypadku spółki, w stosunku do której zostało otwarte postępowanie restrukturyzacyjne lub ogłoszono upadłość - nie może być niższa od ich wartości godziwej. Cena akcji proponowana w wezwaniu nie może być również niższa od : najwyższej ceny, jaką za akcje będące przedmiotem wezwania wzywający, podmioty od niego zależne lub podmioty wobec niego dominujące, podmioty będące osobami trzecimi, o których mowa w art. 87 ust. 1 pkt 3 lit. a, lub podmioty będące stronami zawartego z wzywającym porozumienia, o którym mowa w art. 87 ust. 1 pkt 5, zapłacili lub zobowiązali się zapłacić, w okresie 12 miesięcy poprzedzających przekazanie zawiadomienia, o którym mowa w art. 77a ust. 1, albo najwyższej wartości rzeczy lub praw, które wzywający lub podmioty, o których mowa w pkt 1, wydali lub zobowiązali się wydać w zamian za akcje będące przedmiotem wezwania, w okresie 12 miesięcy poprzedzających przekazanie zawiadomienia, o którym mowa w art. 77a ust. 1. W przypadku gdy w okresie, o którym mowa w ust. 1 pkt 1 lit. a tiret pierwsze, obrót akcjami spółki publicznej był dokonywany na mniej niż jednej trzeciej sesji i jeżeli na co najmniej jednej trzeciej z tych sesji występowała co najmniej 5% różnica cen tych akcji na zamknięciu notowań w stosunku do ceny zamknięcia na poprzedniej sesji w tym okresie, cena minimalna nie może być niższa od ich wartości godziwej. Jeżeli wolumen obrotu akcjami spółki publicznej na rynku regulowanym lub w alternatywnym systemie obrotu publikowany przez spółkę prowadzącą rynek regulowany lub organizującą alternatywny system obrotu, w okresie 6 miesięcy poprzedzających przekazanie zawiadomienia, o którym mowa w art. 77a ust. 1, stanowił mniej niż 1% wszystkich akcji spółki publicznej dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzonych do alternatywnego systemu obrotu, cena minimalna nie może być niższa od ich wartości godziwej. W przypadkach, o których mowa w ust. 1 pkt 2 oraz ust. 3a, wartość godziwą akcji wyznacza wybrana przez wzywającego firma audytorska. Przepisy art. 79a ust. 3 i 4 stosuje się odpowiednio. W przypadku gdy wezwanie do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę wszystkich

pozostałych akcji spółki publicznej było poprzedzone w okresie 12 miesięcy poprzedzających przekazanie zawiadomienia, o którym mowa w art. 77a ust. 1, pośrednim nabyciem akcji tej spółki przez wzywającego lub podmioty, o których mowa w art. 79 ust. 2 pkt 1, cena akcji proponowana w wezwaniu nie może być również niższa od ceny pośredniego nabycia, jaką wzywający lub te podmioty zapłacili lub zobowiązali się zapłacić. Cenę pośredniego nabycia wyznacza wybrana przez wzywającego firma audytorska, która określa ją w odniesieniu do wartości godziwej akcji nabytych pośrednio, na dzień, w którym nastąpiło pośrednie nabycie akcji spółki publicznej. Sporządzoną przez firmę audytorską wycenę, dokonaną w celu wyznaczenia ceny pośredniego nabycia, podmiot pośredniczący udostępnia na swojej stronie internetowej od dnia ogłoszenia treści wezwania przez agencję informacyjną zgodnie z art. 77c do dnia jego zakończenia. W przypadku, o którym mowa w ust. 1, w treści wezwania zamieszcza się oświadczenie wzywającego o uwzględnieniu ceny pośredniego nabycia przy ustalaniu ceny w wezwaniu, wraz ze wskazaniem firmy audytorskiej, która wyznaczyła tę cenę. W przypadku spółki publicznej, której akcje zostały wprowadzone wyłącznie do alternatywnego systemu obrotu, cena akcji proponowana w wezwaniu, o którym mowa w ust. 5, nie może być niższa od średniej ceny rynkowej z okresu 6 miesięcy poprzedzających ogłoszenie wezwania, w czasie których dokonywany był obrót tymi akcjami w alternatywnym systemie obrotu, a jeżeli obrót akcjami spółki w alternatywnym systemie obrotu był dokonywany przez okres krótszy niż 6 miesięcy - średniej ceny rynkowej z tego krótszego okresu. Cena akcji takiej spółki publicznej nie może być jednak niższa od średniej ceny rynkowej z okresu 3 miesięcy obrotu tymi akcjami poprzedzających ogłoszenie wezwania, w czasie których dokonywany był obrót tymi akcjami w alternatywnym systemie obrotu. W przypadku gdy nie jest możliwe ustalenie ceny zgodnie z ust. 6, a także w przypadku spółki, w stosunku do której otwarte zostało postępowanie restrukturyzacyjne lub ogłoszono upadłość, cena akcji nie może być niższa od ich wartości godziwej. W przypadkach, o których mowa w ust. 7, wartość godziwą akcji wyznacza wybrana przez wzywającego firma audytorska. Za średnią cenę rynkową, o której mowa w ust. 6, uważa się cenę będącą średnią arytmetyczną ze średnich dziennych cen ważonych wolumenem obrotu.

Analiza przywołanych przepisów ustawy o ofercie skłania do sformułowania określonych uwag teoretycznych, wprowadzających do rozpoznawania sprawy. Przede wszystkim podmiot dokonujący przymusowego wykupu akcji w trybie art. 82 ustawy o ofercie, zobowiązany jest do zapłaty ceny przymusowego wykupu według kryteriów przewidzianych w ustawie. Cena ta powinna stanowić ekwiwalent wartości akcji, jednak w praktyce cena przymusowego wykupu akcji jest ustalana według przewidzianych w ustawie kryteriów i nie zawsze ów ekwiwalent faktycznie stanowi. Prawodawca nie skorelował ze sobą ceny przymusowego wykupu akcji i rzeczywistej wartości akcji na rynku kontroli. Nie ma możliwości ustalenia, czy cena przymusowego wykupu akcji odpowiada ich faktycznej wartości, istnieje jednak możliwość weryfikacji, czy odpowiada wartości jaka powinna stanowić minimalna cena przymusowego wykupu według przepisów ustawy. Jeżeli cena przymusowego wykupu akcji ma odpowiadać co najmniej wartości godziwej, wówczas wartość godziwa ustalana jest przez firmę audytorską. Firma jednak jest wybierana przez akcjonariusza żądającego wykupu. Uznanie, że istnieje możliwość aby akcjonariusz, którego akcje zostały wykupione za cenę przymusowego wykupu niższą od wartości godziwej mógł żądać zapłaty przez akcjonariusza większościowego różnicy na podstawie przepisów o bezpodstawnym wzbogaceniu może wydawać się uzasadnione. Jednak aby uznać to za możliwe należałoby również uznać, że w razie, gdy cena przymusowego wykupu akcji wyznaczona przez firmę audytorską nie odpowiada akcjonariuszowi żądającemu wykupu, może on wyznaczyć inną firmę audytorską, która ustali odpowiadającą mu wartość godziwą. Proces taki jednak może trwać nieustannie. Ponadto, jeżeli akcjonariusz żądający wykupu byłby związany wartością godziwą wyznaczoną przez firmę audytorską, wówczas nie można by uznać, że wzbogacenie jest bezpodstawne.

Zarzuty wniesionej skargi kasacyjnej zasadniczo koncentrują się na zakwestionowaniu zastosowania w rozpoznawanej sprawie art. 79 i art. 82 ustawy o ofercie. Pozostałe zarzuty wywodzą się z zarzutów głównych i stanowią niejako ich konsekwencję. W pierwszej kolejności należy stwierdzić, że w rozpoznawanej sprawie strona pozwana skorzystała ze swoich uprawnień przewidzianych w przepisie art. 82 ustawy o ofercie.

Zgodnie z doktryną, (...) do przymusowego wykupu akcji należących do akcjonariuszy mniejszościowych dochodzi na mocy jednostronnej czynności prawnej. Pomiedzy akcjonariuszem (lub akcjonariuszami) wykupującym a akcjonariuszami mniejszościowymi nie dochodzi do zawarcia jakiejkolwiek umowy (art. 82 ust. 3 ustawy o ofercie). Prawo żądania od pozostałych akcjonariuszy sprzedaży wszystkich posiadanych przez nich akcji, o którym mowa w art. 82 ust. 1 tej ustawy, to tak naprawdę kompetencje do dokonania jednostronnej czynności kształtującej prawo, na mocy której pomiędzy akcjonariuszem (akcjonariuszami) wykupującym a akcjonariuszami, do których jest skierowane żądanie wykupu, dochodzi do takiego przekształcenia wiążącego ich stosunku prawnego spółki, że w ramach tego stosunku prawnego powstaje zobowiązanie zbliżone treściowo do zobowiązania wynikającego z umowy sprzedaży akcji. Przepisy prawa nie tylko kształtują cenę, po której dochodzi do odpłatnego nabycia akcji akcjonariuszy mniejszościowych, lecz także zapewniają możliwość przymusowego wykonania tej umowy bez współudziału zbywców akcji. Akcjonariusz wykupujący składa oświadczenie woli na rzecz akcjonariuszy wykupywanych w przedmiocie przymusowego wykupu ich akcji w ramach "ogłoszenia żądania sprzedaży akcji w ramach przymusowego wykupu" (art. 82 ust. 4 *in principio* ustawy o ofercie). Jeśli dokonanie tego ogłoszenia nastąpiło zgodnie z rozporządzeniem w sprawie nabywania akcji spółki publicznej w drodze przymusowego wykupu, przyjąć należy, że akcjonariusze mniejszościowi mieli możliwość zapoznania się z oświadczeniem woli akcjonariusza wykupującego. Wraz z wykonaniem prawa żądania od pozostałych akcjonariuszy odpłatnego zbycia wszystkich posiadanych przez nich akcji powstaje roszczenie akcjonariusza wykupującego o wydanie akcji należących do mniejszościowych akcjonariuszy, a po ich stronie roszczenie o zapłatę ceny. Prawo do przymusowego wykupu jest prawem terminowym i może być wykonane przez akcjonariusza (akcjonariuszy) wykupującego w terminie 3 miesiące od osiągnięcia lub przekroczenia progu 90% ogólnej liczby głosów w tej spółce. Termin ten jest terminem zawitym. Cena przymusowego wykupu ustalana jest na dzień wykonania przez akcjonariusza (akcjonariuszy) większościowego prawa przymusowego wykupu, a więc na dzień dokonania ogłoszenia o przymusowym

wykupie (§ 3 ust. 1 pkt 8 rozporządzenia Ministra Finansów, Funduszy i Polityki Regionalnej z dnia 11 lutego 2021 r. w sprawie nabywania akcji spółki publicznej w drodze przymusowego wykupu (Dz. U z 2021 r., poz. 294). Ewentualne późniejsze zmiany cen akcji będących przedmiotem wykupu nie wpływają ani na wysokość ceny przymusowego wykupu, ani na wielkość potrzebnego zabezpieczenia. Cena przymusowego wykupu akcji należących do mniejszości, zgodnie z art. 82 ust. 2 w zw. z art. 79 ust. 1-3 ustawy o ofercie, powinna zostać określona zgodnie z następującymi regułami: w przypadku gdy którekolwiek z akcji spółki są przedmiotem obrotu na rynku regulowanym, nie może być niższa od średniej ceny rynkowej z okresu 6 miesięcy poprzedzających ogłoszenie przymusowego wykupu, w czasie których dokonywany był obrót tymi akcjami na rynku głównym, albo średniej ceny rynkowej z krótszego okresu - jeżeli obrót akcjami spółki był dokonywany na rynku głównym przez okres krótszy. W przypadku gdy nie jest możliwe ustalenie ceny zgodnie z zasadami wskazanymi powyżej albo w przypadku spółki, w stosunku do której otwarte zostało postępowanie układowe lub upadłościowe - nie może być niższa od ich wartości godziwej. Ponadto cena akcji w ramach przymusowego wykupu nie może być niższa od najwyższej ceny, jaką za akcje będące przedmiotem przymusowego wykupu podmiot uprawniony do jego ogłoszenia, podmioty od niego zależne lub wobec niego dominujące lub podmioty będące stronami zawartego z nim porozumienia, o którym mowa w art. 81 ust. 7 pkt 5 ustawy o ofercie, zapłaciły w okresie 12 miesięcy przed ogłoszeniem przymusowego wykupu, albo najwyższej wartości rzeczy lub praw, które podmiot dokonujący przymusowego wykupu lub podmioty, o których mowa powyżej, wydały w zamian za akcje będące przedmiotem wezwania w okresie 12 miesięcy przed ogłoszeniem wezwania. Cena akcji będących przedmiotem przymusowego wykupu nie może być również niższa od średniej ceny rynkowej z okresu 3 miesięcy obrotu tymi akcjami na rynku regulowanym poprzedzających ten wykup. Należy dodatkowo mieć na uwadze, że zgodnie z art. 82 ust. 2a u.o.p., jeżeli osiągnięcie lub przekroczenie progu 90% głosów nastąpiło w wyniku ogłoszonego wezwania na sprzedaż lub zamianę wszystkich pozostałych akcji spółki, cena przymusowego wykupu nie może być niższa od ceny proponowanej w tym wezwaniu (por. T. Sójka [w:] M. Fedorowicz, M. Mataczyński, A. Michór, T. Nieborak, A. Skoczylas, R. Zawłocki, T. Sójka, *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. 82).

Stosownie do orzecznictwa europejskiego, (...) z odnośnych przepisów krajowych wynika, iż prawu akcjonariusza większościowego spółki publicznej do wykupu pozostałych akcji tejże spółki odpowiada prawo akcjonariuszy spółki do uzyskania ceny wykupu. Dalej trzeba wskazać, iż kryteria określenia ceny minimalnej wykupu są przedmiotem szczegółowej regulacji zawartej w odnośnych przepisach art. 79 ust. 1-3 ustawy o ofercie, która stanowi powtórzenie odpowiednich postanowień art. 15 Dyrektywy. Ze wskazanych przepisów przedmiotowej dyrektywy wynika, iż wykupywany akcjonariusz mniejszościowy musi uzyskać "uczciwą" cenę w kontekście swego wykupu, a w przypadku wykupu po złożeniu dobrowolnej oferty, oferta akcjonariusza większościowego jest uznawana za "uczciwą", jeżeli oferent dysponuje przynajmniej akcjami reprezentującymi 90% liczby głosów, które były przedmiotem oferty. Nadto trzeba wskazać, że z art. 82 ustawy o ofercie wynika że, jeżeli przekroczenie progu 90% ogólnej liczby głosów w spółce nastąpiło w wyniku ogłoszenia wezwania na sprzedaż pozostałych akcji, to cena wykupu nie może być niższa niż cena proponowana w tymże ogłoszeniu. W niniejszej sprawie trzeba wskazać, iż ustawa krajowa, która w pewnych okolicznościach nakłada na akcjonariuszy mniejszościowych spółki publicznej obowiązek sprzedaży akcji akcjonariuszowi większościowemu za cenę, której wysokość jest określona na podstawie przepisów znajdujących się w tej samej ustawie, nie stwarza nadmiernej nierównowagi na niekorzyść akcjonariuszy mniejszościowych, która sprowadzałaby się do naruszenia ich prawa do poszanowania mienia (decyzja Europejskiego Trybunału Praw Człowieka z 31 sierpnia 2021 r., nr 25202/11, LEX nr 3226042).

Na podstawie art. 79 ust. 1 i ust. 2 ustawy o ofercie trzeba podnieść, że cena minimalna ustalana jest poprzez mechanizm wyliczania średniej z cen rynkowych z okresu 6 miesięcy poprzedzających ogłoszenie wezwania, w czasie których dokonywany był obrót tymi akcjami na rynku. Można zgodzić się ze stroną pozwaną,

że w ramach tych rygorów zgodnie z art. 79 ust. 4c cyt. ustawy, odróżniana jest cena ustalona w sposób określony w art. 79 ustawy o ofercie od wartości godziwej, co daje asumpt do twierdzenia, że niejako ze swej natury cena ustalana w myśl art. 79 ust. 1, 2 i 3 ustawy o ofercie jest kategorią odrębną od wartości godziwej. Natomiast odstąpienie od wskazanych reguł reguluje ustęp 4a przepisu art. 79 tejże ustawy. W niniejszej sprawie można również zgodzić się z Sądem pierwszej i drugiej instancji, że w świetle treści przepisów ustawy o ofercie, tj. zgodnie z wykładnią językową, podstawową zasadą ustalenia ceny wykupu akcji jest wyliczenie arytmetyczne ich średniej ceny rynkowej. Dopiero, gdy nie ma możliwości ustalenia ceny we wskazany sposób, zastosowanie znajdzie art. 79 ust. 1 pkt 2 ustawy o ofercie, który przewiduje ustalenie ceny według tzw. wartości godziwej akcji. Przepisy ustawy o ofercie wprowadzono celem implementacji szeregu dyrektyw unijnych, mających na celu zapewnienie wyłączenia mniejszości akcjonariuszy po godziwej cenie. Zarówno na podstawie przepisów ustawy o ofercie, jak i Dyrektywy godziwa cena ustalana jest po pierwsze na podstawie arytmetycznego jej wyliczenia, a dopiero w przypadku braku możliwości dokonania takiego wyliczenia – na podstawie przepisów o rachunkowości (wartość godziwa). W obu jednak przypadkach przymusowy wykup akcji następuje po cenie godziwej, tylko inaczej ta cena, jako godziwa jest ustalana. Wysokość ceny w oparciu o wartość godziwą rozumianą jako cena ustalana poza rynkiem giełdowym, ustalana jest dopiero wówczas, gdy nie ma możliwości arytmetycznego jej wyliczenia. W postępowaniu racjonalnie wskazano na różnice pomiędzy przymusowym wykupem akcji w spółkach publicznych (uregulowanym w przepisach ustawy o ofercie), a przymusowym wykupem w tzw. prywatnych spółkach akcyjnych (uregulowanym w przepisach Kodeksu spółek handlowych). Ponadto zasadnie uwzględniono wytyczne Dyrektywy i uznano, że literalna wykładnia przepisów prawa polskiego nie pozostaje w sprzeczności z przepisami unijnymi. Dokonując wykładni celowościowej wyjaśniono *ratio legis* instytucji przymusowego wykupu akcji. Nadto dokonano prawidłowej oceny, czy pierwszorzędną wartością, podlegającą ochronie powinien być interes mniejszościowego akcjonariusza, który (choć został wyłączony po cenie wyższej niż cena, za którą kupił akcje) nie osiągnął spodziewanego zysku, jak również odniesiono się do istoty spółki akcyjnej oraz jej cech relewantnych.

W sprawie trzeba wyraźnie podkreślić, że sposób obliczenia wartości akcji w związku z wykupem określają przepisy ustawy o ofercie i to właśnie owe przepisy zostały w sprawie prawidłowo zastosowane (art. 79 tej ustawy). Trzeba również zgodzić się ze stwierdzeniem, że ekwiwalentem wartości akcji spółki publicznej jest ich cena rynkowa, czyli cena po jakiej w można je nabyć na rynku regulowanym. Istotą bowiem rynku regulowanego jest to, iż z założenia cena rynkowa akcji nie zawsze będzie odpowiadać jej wartości księgowej i może być ona od niej zarówno niższa, jak i wyższa. Istotne również jest to, że pojęcie ceny godziwej nie odpowiada pojęciu wartości godziwej. Dlatego też należy podzielić stanowisko Sądu drugiej instancji, że ze z przepisów Dyrektywy nie wynika, że ceną godziwą jest tylko i wyłącznie cena ustalona w oparciu o wartość godziwą akcji, rozumianą jako cena uzgodniona przez niezależne, odpowiednio poinformowane strony transakcji, działające w oderwaniu od rynku publicznego. Stąd też, brak jest podstaw do uznania, że wartość godziwa akcji jest wartością równą co najmniej ich wartości księgowej. Warto również podkreślenia jest stanowisko Sądu odwoławczego, że wartość godziwą instrumentów finansowych znajdujących się w obrocie na aktywnym rynku stanowi cena rynkowa pomniejszona o koszty związane z przeprowadzeniem transakcji, gdyby ich wysokość była znacząca. Zatem pojęcie wartości godziwej należy odnosić do warunków cenowych regulujących rynek danych aktywów. Należy wreszcie stwierdzić, że strony powodowe kupiły akcje po cenie niższej niż cena wykupu. Nadto, w przypadku sprzedaży akcji na rynku cena akcji nie byłaby wyższa niż uzyskana w wyniku zastosowania ustawy o ofercie. W związku z powyższym brak jest w sprawie argumentów za uznaniem zarzutów skargi kasacyjnej. Natomiast w zakresie zarzutów naruszenia przepisów postępowania w zakresie oddalenia przez sąd odwoławczy wniosków dowodowych powodów, godzi się zauważyć, że spod jurysdykcji Sądu Najwyższego wymyka się ocena faktów i dowodów. Sąd Najwyższy nie jest również sądem trzeciej (III) instancji. Fakty w postępowaniu kasacyjnym nie podlegają badaniu, a stan faktyczny ustalony przez sąd jest dla Sądu Najwyższego wiążący. Konstruowanie zatem twierdzeń o oczywistej zasadności skargi kasacyjnej z odwołaniem się do sfery faktów jest w równym stopniu niedopuszczalne jak konstruowanie podstaw skargi przez podnoszenie zarzutów

dotyczących ustalenia faktów lub oceny dowodów (postanowienie Sądu Najwyższego z 26 listopada 2019 r., sygn. akt IV CSK 184/19).

W tym stanie rzeczy Sąd Najwyższy, na podstawie art. 398¹⁴ k.p.c., oddalił skargę kasacyjną oraz na podstawie art. 108 § 1 i 98 w zw. z art. 391 § 1 i art. 398²¹ k.p.c. rozstrzygnął o kosztach postępowania kasacyjnego.

[SOP]

(r.g.)