



WYROK W IMIENIU RZECZYPOSPOLITEJ POLSKIEJ

18 maja 2023 r.

Sąd Najwyższy w Izbie Cywilnej w składzie:

SSN Ewa Stefańska (przewodniczący)

SSN Kamil Zaradkiewicz (sprawozdawca)

SSN Grzegorz Żmij

po rozpoznaniu na posiedzeniu niejawnym 18 maja 2023 r. w Warszawie,
skargi kasacyjnej M.O.

od wyroku Sądu Apelacyjnego w Gdańsku

z 15 lipca 2020 r., I AGa 267/19,

w sprawie z powództwa M.O.

przeciwko M. spółce akcyjnej w D.

o zapłatę,

**I. odrzuca skargę kasacyjną w zakresie rozstrzygnięcia
zawartego w punkcie IV wyroku Sądu Apelacyjnego,**

II. oddala skargę kasacyjną w pozostałym zakresie.

UZASADNIENIE

Powód M.O. wniósł o zasądzenie od pozwanej M. Spółki Akcyjnej w U. (po sprostowaniu: M. Spółce Akcyjnej w D.) kwoty 111 715,80 zł wraz z odsetkami od kwoty 84 000,00 zł od 6 maja 2016 r. do dnia zapłaty oraz od kwoty 27 715,80 zł od 20 maja 2016 r. do dnia zapłaty.

Wyrokiem z 30 października 2019 r. Sąd Okręgowy w Gdańsku zasądził od pozwanej na rzecz powoda kwotę 85 116,80 zł wraz z ustawowymi odsetkami za opóźnienie (pkt I), umorzył postępowanie co do kwoty 26 566 zł (pkt II), oddalił powództwo w pozostałym zakresie (pkt III) i rozstrzygnął o kosztach procesu (pkt IV).

Sąd ustalił, że powód był akcjonariuszem mniejszościowym spółki E., posiadającym 531 980 akcji. E. Spółka Akcyjna z siedzibą w G. była spółką publiczną notowaną w Alternatywnym Systemie Obrotu na rynku NewConnect. Pozwana według stanu na dzień 8 grudnia 2015 r. była uprawniona do akcji spółki stanowiących 81,16 % udziału w kapitale zakładowym spółki i uprawniających do 81,16 % ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu.

Dnia 6 listopada 2015 r., pozwana wezwała akcjonariuszy do zapisywania się na sprzedaż akcji spółki, którego przedmiotem było 19 173 966 akcji zwykłych na okaziciela. Wzywająca zobowiązała się nabyć je za cenę 0,18 zł za akcję. Podmiot nabywający zamierzał uzyskać 100 % głosów na Walnym Zgromadzeniu, którym odpowiada 100 % kapitału zakładowego spółki. Na dzień 5 lutego 2016 r., pozwana posiadała 90,26 % udziału w kapitale zakładowym spółki, uprawniających do 90,26 % ogólnej liczby głosów na Walnym Zgromadzeniu Spółki.

Dnia 9 lutego 2016 r. odbyło się Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy Spółki E., na którym poddano pod jawne głosowanie projekt uchwały w przedmiocie zniesienia dematerializacji akcji o łącznej wartości nominalnej 307 500,00 zł. Po przeliczeniu oddanych głosów przewodniczący stwierdził, że uchwała nie została podjęta.

Powód pismem z 6 kwietnia 2016 r. zażądał od pozwanej wykupienia należących do powoda 400 000 akcji za cenę 0,39 zł. W kolejnym piśmie z 19 kwietnia 2016 r. domagał się wykupu 531 980 akcji i zapłaty po 0,41 zł za każdą z nich.

W odpowiedzi na wezwanie do zapłaty z 6 kwietnia 2016 r., pozwana w piśmie z 20 kwietnia 2016 r. wskazała, że cena proponowana w ogłoszonym 6 listopada 2015 r. wezwaniu do zapisywania się na sprzedaż akcji została określona na podstawie wyceny niezależnego profesjonalnego podmiotu – M. S.A. Wartość jednej akcji została według tej wyceny ustalona na 0,18 zł. Zadeklarowała gotowość do

nabycia akcji właśnie po tej cenie. Dnia 26 kwietnia 2016 r. pozwana, posiadająca wówczas 98 656 920 akcji spółki E. reprezentujących 90,72 % kapitału zakładowego, zażądała od pozostałych akcjonariuszy spółki posiadających 10 093 080 akcji, sprzedaży wszystkich posiadanych przez nich akcji. Wskazała, że cena wykupu jednej akcji wynosi 0,19 zł.

Przymusowy wykup akcji rozpoczęto od 26 kwietnia 2016 r. W związku z ogłoszeniem przez pozwaną żądania przymusowego wykupu akcji E. S.A. z 26 kwietnia 2016 r., Urząd Komisji Nadzoru Finansowego zwrócił uwagę, że cena wykupu nie została określona zgodnie z ustawą z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu (dalej: u.o.p.w., tekst jednolity: Dz. U. z 2022 r., poz. 2554 ze zm.). W opinii Urzędu w odniesieniu do spółek publicznych notowanych wyłącznie w alternatywnym systemie obrotu NewConnect, ustalenie ceny minimalnej przymusowego wykupu akcji powinno nastąpić w oparciu o wartość godziwą akcji spółki. Urząd wskazał, że alternatywny system NewConnect był dla E. rynkiem aktywnym, zatem za wartość godziwą należy uznać wartość rynkową ustaloną na zamknięciu ostatniej sesji rynku NewConnect poprzedzającej ogłoszenie żądania przymusowego wykupu, pomniejszoną o koszty związane z przeprowadzeniem transakcji, gdyby ich wartość była znacząca. W związku z powyższym Urząd poinformował, że kurs akcji E. na koniec dnia poprzedzającego ogłoszenie przymusowego wykupu, tj. 25 kwietnia 2016 roku wyniósł 0,20 zł, wobec czego cena przymusowego wykupu powinna być nie niższa niż 0,20 zł.

Dnia 28 kwietnia 2016 r. pozwana zakomunikowała o zmianie w treści informacji o zamiarze nabycia akcji spółki E. S.A. w drodze przymusowego wykupu, wskazując, że cena wykupu jednej akcji wynosi 0,20 zł. Pozwana dokonała przymusowego wykupu akcji powoda w liczbie 531 980 akcji po cenie 0,20 zł za jedną akcję.

Na tej podstawie Sąd uwzględnił powództwo. Wskazał, że powód nabył prawo żądania wykupienia akcji po cenie godziwej. Wartość godziwa akcji wynosiła w dniu przymusowego wykupu akcji 0,36 zł. Pozwana wykupiła akcje powoda po cenie 0,20 zł za jedną akcję, płacąc 106 396 zł, co było okolicznością niesporną. Wykup

nastąpił po cenie, która nie była ceną godziwą. Do zapłaty pozostawała różnica w wysokości 85 116,80 zł ($531\,980 \text{ akcji} \times 0,36 \text{ zł} = 191\,512,80 \text{ zł}$; $191\,512,80 \text{ zł} - 106\,396 \text{ zł} = 85\,116,80 \text{ zł}$).

Sąd ustalił wartość godziwą na podstawie dowodu z opinii biegłego sądowego. Biegły dokonał wyceny metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF). Szczegółowo tłumacząc sposób wyceny w oparciu o tę metodę oraz przywołując dane służące samej wycenie stanowiącej jej podstawę wskazał, że wartość spółki (wszystkich akcji) wyniosłaby 36 220 000,00 zł, a pojedynczej akcji z pakietu mniejszościowego - 0,33 zł. Biegły wskazywał na wartość akcji ustaloną w oparciu o metodę mnożnikową, a ponadto, że wartość wszystkich akcji wyniosłaby w przypadku tej metody 42 634 000,00 zł, zaś jednej akcji z pakietu mniejszościowego - 0,39 zł. Odwołując się do tych metod wyceny biegły wskazał, że wartość spółki ustalono jako średnią arytmetyczną z wartości dla metody dochodowej (DCF) oraz metody mnożnikowej.

W związku z zarzutami pozwanej Sąd postanowił o przeprowadzeniu dowodu z uzupełniającej opinii biegłego sądowego na okoliczność ustalenia wartości godziwej akcji E. S.A. W oparciu o analizę przedłożonych dokumentów biegły dokonał korekty w obliczeniach, ustalając ostatecznie, że wartość całej spółki E. S.A. zgodnie z metodą dochodową DCF i przyjętymi założeniami wynikającymi z treści zaoferowanych dokumentów źródłowych wynosi 27 882 000,00 zł, a wartość pojedynczej akcji z pakietu mniejszościowego - 0,26 zł, natomiast w przypadku zastosowania metody mnożnikowej wartość ta wyniesie 0,39 zł. Podsumowując biegły ocenił, że wartość godziwa jednej akcji wynosi 0,32 zł. Podkreślił, że uzupełniająca opinia stanowiła jedynie symulację. Z tych przyczyn Sąd pierwszej instancji nie uwzględnił opinii uzupełniającej. Następnie Sąd ocenił, że do ustalenia wartości godziwej akcji podlegających przymusowemu wykupowi należy zastosować art. 82 u.o.p.w. W przypadku braków odpowiednich uregulowań należy poszukiwać pozaustawowych zasad, pozwalających na ustalenie wartości godziwej akcji podlegających przymusowemu wykupowi, w tym Międzynarodowy Standard Sprawozdawczości Finansowej 13 (MSSF 13). Brak było podstaw, by uznać, że art. 79 u.o.p.w. zawiera odesłanie do MSSF nr 13. Sąd zgodził się z uwagami biegłego, że nie można ustalić w rozpoznawanej sprawie wartości godziwej w oparciu

o cenę rynkową pomniejszoną o koszty związane z przeprowadzeniem transakcji (art. 28 ust. 6 ustawy z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości, tekst jednolity: Dz. U. z 2023 r., poz. 120 ze zm.; dalej jako u.r.) z tej przyczyny, że dotyczy to wartości godziwej instrumentów finansowych znajdujących się na rynku aktywnym, a za taki w przypadku spółki E. S.A. nie sposób uznać NewConnect. W ocenie Sądu, skoro nie sposób uznać w odniesieniu do spółki E. S.A. rynku NewConnect za rynek aktywny w wymaganym w tym zakresie przedziale czasowym, to nawet gdyby dla ustalania wartości godziwej stosować zasady wynikające z MSSF nr 13, uznać należałoby, że sposób wyceny przyjęty przez biegłego jest prawidłowy. Należy mieć na uwadze, że MSSF nr 13 w punktach od 72. do 90. ustalają hierarchię sposobów ustalenia wartości godziwej. Stanowią, że w przypadku, gdy nie jest możliwe ustalenie wartości godziwej na podstawie zaobserwowanych cen, notowanych na aktywnym rynku, jednostka ustala wartość godziwą w oparciu o szacunki i powszechnie stosowane przez rynek metody wyceny.

W ocenie Sądu, w rozpoznawanym przypadku nie można było posłużyć się rynkową metodą pomocniczą, wskazywaną w MSSF nr 13, a więc odwołaniem się do rynku dla podobnego składnika aktywów i zobowiązań oraz dokonaniem odpowiednich korekt. Pomiędzy rynkiem głównym Warszawską Giełdą Papierów Wartościowych, a rynkiem alternatywnym NewConnect występowały zbyt daleko idące różnice o charakterze fundamentalny. Powyższa argumentacja przemawiała według Sądu pierwszej instancji za uznaniem, że określenie wartości godziwej akcji przymusowo wykupionych od powoda przez pozwaną, w oparciu o cenę akcji na rynku NewConnect stałoby w sprzeczności z celem art. 79 u.o.p.w. oraz nie spełniałoby wymagań wynikających z art. 28 ust. 6 u.r., co do tego, by rynek, w oparciu o ceny z którego dokonywano ustalenia wartości godziwej, miał charakter rynku aktywnego. W konsekwencji nie było podstaw, by zawężyć metody wyceny wartości godziwej w sposób postulowany przez pozwaną.

Wyrokiem z 15 lipca 2020 r. Sąd Apelacyjny w Gdańsku, po rozpoznaniu apelacji pozwanej, oczywistą omyłkę pisarską w zaskarżonym wyroku (pkt I), zmienił zaskarżony wyrok w ten sposób, że oddalił powództwo (pkt II), rozstrzygnął o kosztach postępowania odwoławczego (pkt III) oraz umorzył postępowanie zażaleniowe (pkt IV).

Sąd Apelacyjny podzielił ustalenia faktyczne poczynione przez Sąd Okręgowy. Przyjął jednak, że w sprawie nie zachodziła potrzeba zasięgnięcia wiadomości specjalnych od biegłego celem ustalenia tego, czy pozwana zaproponowała cenę godziwą akcji w ramach ich przymusowego wykupu. Wystarczającą ku temu podstawę dawał bowiem pozostały materiał dowodowy zaoferowany przez strony, w tym w szczególności pismo Komisji Nadzoru Finansowego z 26 kwietnia 2016 r., które zostało pominięte przez Sąd pierwszej instancji. W piśmie tym stwierdzono wprost, jaki rynek Komisja uznaje za rynek aktywny dla akcji E. S.A., a mianowicie - rynek NewConnect, co z kolei determinowało dalszy sposób ustalania ich wartości godziwej, o czym również mowa w przywołanym piśmie.

Jak wynika z pisma Komisji z 10 kwietnia 2017 r., tego typu pisma stanowią niewiążącą opinię, która jest wyrazem wykładni prawa w celu przeciwdziałania powstawaniu sytuacji niezgodnych z prawem. Sąd Apelacyjny podkreślił, że ustawowe kompetencje KNF wymienione w art. 4 ust. 1 ustawy z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym (tekst jednolity; Dz. U. z 2023 r., poz. 753 ze zm.) to między innymi sprawowanie nadzoru nad rynkiem finansowym i podejmowanie działań służących prawidłowemu funkcjonowaniu rynku finansowego. Poprzez wystosowanie powyższego pisma Komisja wykonuje swoje uprawnienia celem harmonizacji rynku, zwiększenia jego stabilności i bezpieczeństwa uczestników. Jest to przykład tzw. *soft law*, które nie mając charakteru władczego, kształtuje jednak praktykę działania podmiotów funkcjonujących na rynku kapitałowym i finansowym dając wskazówkę co do tego, jak będą rozpatrywane przypadki potencjalnych naruszeń.

W ocenie Sądu nie można też pominąć, że ustawodawca wprost przewidział udział Komisji Nadzoru Finansowego w procedurze przymusowego wykupu akcji poprzez nałożenie obowiązku powiadomienia jej o zamiarze ogłoszenia wykupu (art. 82 ust. 5 u.o.p.w.). Warto również wskazać, że Komisja za naruszenie zasad, o których mowa w art. 82 u.o.p.w. przy dokonywaniu przymusowego wykupu akcji może nałożyć karę pieniężną w wysokości nawet do 100 000 zł (art. 97 u.o.p.w.), a niewątpliwie kara taka nie została nałożona na pozwaną. Tym samym, mając na uwadze rolę Komisji Nadzoru Finansowego nie sposób uznać, aby pozwana, oferując

za wykupywane akcje E. S.A. cenę uznawaną przez ten podmiot za odpowiadającą ich wartości godziwej, uchybił ciążącym na nim obowiązkom. Na tej podstawie Sąd Apelacyjny uznał, że roszczenie powoda o zapłatę wartości godziwej akcji wywodzone z art. 83 u.o.p.w. nie zasługuje na uwzględnienie. Powód realizując w terminie ustawowym swoje uprawnienie zażądał wykupu akcji w cenie po 0,36 zł za akcję, a pozwana uczyniła zadość temu żądaniu do kwoty po 0,20 zł za akcję, uruchamiając jednocześnie procedurę ich przymusowego wykupu z art. 82 OfertPublU. Zebrany materiał dowodowy pozwala przyjąć, iż wykup ten, w cenie 0,20 zł za akcję, nie pozwala w tym względzie czynić pozwanej żadnych zastrzeżeń.

Od wyroku Sądu Apelacyjnego w Gdańsku skargę kasacyjną wywiódł powód, zaskarżając go zakresie punktu II, III i IV. W skardze kasacyjnej zarzucono naruszenie:

- 1) art. 79 ust 1 w związku z art. 80 u.o.p.w. (w brzmieniu obowiązującym w dacie wydania wyroku) przez jego niezastosowanie i uznanie, iż wycena akcji dokonana przez biegłego sądowego nie stanowi prawidłowej interpretacji pojęcia wartość godziwa;
- 2) art 4 ust. 1 ustawy z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym przez uznanie, iż korespondencja prowadzona przez KNF nie stanowiąca decyzji ani nie mająca charakteru rozstrzygnięć o jakimkolwiek charakterze władczym jest istotna dla rozstrzygnięcia sprawy i jednocześnie pominięcie przytoczonej przez powoda decyzji KNF o nałożeniu kar pieniężnych na A. TFI za wycenę posiadanych akcji na podstawie ostatniego kursu na NewConnect pomimo niskiego obrotu akcjami wycenianej spółki i braku zastosowania wyceny akcji według ich wartości godziwej oraz zignorowanie przez Sąd treści pism skierowanych przez KNF 23 marca 2016 do K.M. 10 kwietnia 2017 r. do M.O.;
- 3) art. 28 ust. 6 zd. drugie u.r. w zw. z art. 80 ust. 2 u.o.p.w., przez jego błędne zastosowanie i bezkrytyczne przyjęcie przez Sąd Apelacyjny tożsamości definicji tam użytych wartości rynkowej akcji z pojęciem wartości godziwej akcji używanych w u.o.p.w.

Pozwana złożyła odpowiedź na skargę kasacyjną, w której wniosła o odmowę przyjęcia skargi kasacyjnej do rozpoznania, ewentualnie o oddalenie skargi kasacyjnej.

Sąd Najwyższy zważył, co następuje:

Skarga kasacyjna nie zasługiwała na uwzględnienie. Istota problemu w niniejszej sprawie sprowadzała się do tego, jaka jest podstawa ustalenia tzw. wartości godziwej oraz możliwy sposób jej ustalenia.

Na wstępie trzeba przypomnieć, że zgodnie z art. 398¹³ § 1 zdanie 1 k.p.c., Sąd Najwyższy rozpoznaje skargę kasacyjną w granicach zaskarżenia oraz w granicach podstaw.

W tym kontekście należy w szczególności zaznaczyć, że niezależnie od braku podniesienia przez skarżącego zarzutu naruszenia przez Sąd Apelacyjny w Gdańsku przepisów prawa procesowego, zarzut dotyczący naruszenia przez Sąd drugiej instancji art 4 ust. 1 ustawy z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym w istocie zmierza do podważenia dokonanej przez ten Sąd oceny zgromadzonego materiału dowodowego. Wbrew zarzutowi Sąd Apelacyjny nie traktował stanowiska Urzędu KNF w świetle art 4 ust. 1 ustawy z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym jako rozstrzygnięcia władczego o prawach i obowiązkach kogokolwiek. Zarzut zmierzający do podważenia oceny materiału dowodowego przez Sąd *meriti* nie może być przedmiotem rozważań i ocen Sądu Najwyższego, skoro zarzut ten odnosi się bezpośrednio do dokonywania przez sąd oceny dowodów, a Sąd Najwyższy związany jest ustaleniami faktycznymi stanowiącymi podstawę zaskarżonego orzeczenia (art. 398¹³ § 2 k.p.c.). Sąd *ad quem* nie uznał bowiem pisma jako dokumentu „prawa powielaczowego”, jak sugeruje się w uzasadnieniu skargi kasacyjnej, a jedynie uznał je jako wiarygodne ustalenie wyceny akcji. Sąd *ad quem* wskazał, że dokument KNF stanowi stanowisko instytucji powołanej do sprawowania nadzoru nad rynkiem finansowym i wprawdzie nie jest ono wiążące dla sądu powszechnego, to jednak nie sposób pominąć, że nie zostało ono wyrażone abstrakcyjnie, lecz zapadło w procedurze wykupu dotyczącej konkretnej spółki, w której koniecznym było zaproponowanie ceny na poziomie wartości godziwej akcji.

Zgodnie z art. 79 ust. 1 pkt 1 u.o.p.w., cena akcji proponowana w wezwaniu do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki w przypadku gdy którekolwiek z akcji spółki są przedmiotem obrotu na rynku regulowanym, nie może być niższa od: a) średniej ceny rynkowej z okresu sześciu miesięcy poprzedzających ogłoszenie wezwania, w czasie których dokonywany był obrót tymi akcjami na rynku głównym, albo b) średniej ceny rynkowej z krótszego okresu - jeżeli obrót akcjami spółki był dokonywany na rynku głównym przez okres krótszy niż określony w lit. a. Ustawa wskazuje ponadto, że w przypadku gdy nie jest możliwe ustalenie ceny zgodnie z pkt 1 albo w przypadku spółki, w stosunku do której otwarte zostało postępowanie układowe lub upadłościowe - nie może być niższa od ich wartości godziwej.

Pojęcie „wartości godziwej” używane jest w wielu aktach normatywnych, w szczególności w ustawodawstwie, jednak zasadniczo nie jest w nich samodzielnie definiowane. Niektóre odsyłają wprost do definicji „wartości godziwej” wskazanej w ustawie o rachunkowości (zob. np. art. 25n ust. 5a ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 r. Prawo bankowe, tekst jednolity: Dz. U. z 2022 r., poz. 2324 ze zm.; art. 54l ust. 7 ustawy z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi, tekst jednolity: Dz. U., z 2023 r., poz. 681 ze zm.; art. 106l ust. 7 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, tekst jednolity: Dz. U. z 2023 r., poz. 646 ze zm.; art. 72d ust. 6 ustawy z dnia 19 sierpnia 2011 r. o usługach płatniczych, tekst jednolity: Dz. U. z 2022 r., poz. 2360 ze zm.; art. 143 ust. 7 pkt 2 ustawy z dnia 15 maja 2015 r. Prawo restrukturyzacyjne, tekst jednolity: Dz. U. z 2022 r., poz. 2309 ze zm.; art. 94 ust. 8 ustawy z dnia 11 września 2015 r. o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej, tekst jednolity: Dz. U. z 2023 r., poz. 656 ze zm.). Inne posługując się tym pojęciem odesłania do ustawy o rachunkowości nie zawierają (zob. np. art. 300¹⁰ § 1, art. 300²¹, art. 300⁴⁵ § 2, art. 300⁵⁰ § 3, art. 312 § 1, art. 312¹ § 1, 2 i 5, art. 558 § 1 pkt 2, art. 576¹ § 4 i 7 k.s.h.; art. 445a ust. 3 pkt 2 ustawy z dnia 28 lutego 2003 r. Prawo upadłościowe, tekst jednolity: Dz. U. z 2022 r., poz. 1520 ze zm.; art. 62c ust. 2 pkt 15 ustawy z dnia 5 listopada 2009 r. o spółdzielczych kasach oszczędnościowo-kredytowych, tekst jednolity: Dz. U. z 2022 r., poz. 924 ze zm.).

W niniejszej sprawie Sąd drugiej instancji ustalając powyższe i dokonując oceny zaoferowanej ceny powołał się na stanowisko Urzędu KNF, wskazującego, że alternatywny system NewConnect był dla E. rynkiem aktywnym, w związku z czym za wartość godziwą należy uznać wartość rynkową ustaloną na zamknięciu ostatniej sesji rynku NewConnect poprzedzającej ogłoszenie żądania przymusowego wykupu, pomniejszoną o koszty związane z przeprowadzeniem transakcji, gdyby ich wartość była znacząca. Urząd poinformował, że kurs akcji E. na koniec dnia poprzedzającego ogłoszenie przymusowego wykupu, tj. 25 kwietnia 2016 r., wyniósł 0,20 zł. W konsekwencji, jak wskazano, cena przymusowego wykupu powinna być nie niższa niż 0,20 zł.

Sąd *ad quem* przyjął definicję legalną wartości godziwej z ustawy o rachunkowości. Zgodnie z art. 28 ust. 6 u.r., 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. Cenę rynkową aktywów finansowych posiadanych przez jednostkę oraz zobowiązań finansowych, które jednostka zamierza zaciągnąć, stanowi zgłoszona na rynku bieżąca oferta kupna, natomiast cenę rynkową aktywów finansowych, które jednostka zamierza nabyć, oraz zaciągniętych zobowiązań finansowych stanowi zgłoszona na rynek bieżąca oferta sprzedaży.

Tym samym nie znajduje podstawy twierdzenie, iż Sąd Apelacyjny w rozpoznawanej sprawie nie zastosował art. 79 ust 1 w związku z art. 80 u.o.p.w. Ocena trafności stanowiska skarżącego wymagałby w tym zakresie zweryfikowania w istocie przez Sąd Najwyższy oceny dowodów dokonanej przez Sądy obu instancji, co - jak wskazano powyżej - w postępowaniu kasacyjnym jest wykluczone.

Wykładnia pojęcia wartości godziwej na podstawie definicji legalnej wskazanej w art. 28 ust. 6 u.r. było nie tylko dopuszczalne, ale wręcz konieczne, bowiem definicja ta stanowi jedyną legalną w polskim systemie prawnym, a tym samym taką,

która powinna stanowić podstawę ustalenia także na gruncie innych przepisów niż tylko ustawy o rachunkowości. Przyjęcie powyższego prowadziło do wniosku, iż ustalenie wartości godziwej powinno uwzględniać definicję ustawy o rachunkowości, a zatem co do zasady cenę rynkową. Jest tak w szczególności z uwagi na fakt, iż ustawa o ofercie publicznej nie zawiera odrębnej definicji wartości godziwej, która znalazłaby zastosowanie w przypadku wezwania, o którym mowa w przepisach ustawy. Powyższego wniosku nie zmienia fakt, iż w ustawie o ofercie publicznej nie wprowadzono w tym zakresie odesłania do ustawy o rachunkowości.

Wskazanie w art. 80 ust. 1 u.o.p.w., iż dotychczasowe notowania na rynku regulowanym nie mogą być jedynym miernikiem wartości godziwej, nie oznacza, iż wartość ta musi odbiegać od tej, która wynika z notowań na rynku regulowanym, czemu nie tylko nie przeczy, ale wręcz potwierdza treść art. 79 ust. 4a u.o.p.w. Ponadto, wbrew twierdzeniu skarżącego, nie można uznać, że definicja wartości godziwej zawarta w ustawie o rachunkowości, wyklucza jej zastosowanie do transakcji mających charakter przymusowy.

Na postanowienie o umorzeniu postępowania zażaleniowego przez sąd *ad quem* na rozstrzygnięcie o kosztach postępowania zawarte w wyroku Sądu pierwszej instancji skarga kasacyjna nie przysługuje (art. 398⁶ § 3 k.p.c.). W tym zakresie skarga podlegała odrzuceniu jako niedopuszczalna, zaś w pozostałym zakresie podlegała oddaleniu na podstawie art. 398¹⁴ k.p.c.

(Ł.W.)

[ms]