

Sygn. akt I AGa 267/19

I AGz 276/19

## WYROK W IMIENIU RZECZYPOSPOLITEJ POLSKIEJ

Dnia 15 lipca 2020 r.

Sąd Apelacyjny w Gdańsku I Wydział Cywilny

w składzie:

Przewodniczący:	SSA Małgorzata Zwierzyńska (spr.)
Sędziowie:	SA Zbigniew Merchel SA Piotr Daniszewski
Protokolant:	stażysta Mariusz Neumann

po rozpoznaniu w dniu 25 czerwca 2020 r. w Gdańsku

na rozprawie

sprawy z powództwa M. O.

przeciwko (...) Spółce Akcyjnej w D.

o zapłatę

na skutek apelacji pozwanego

od wyroku Sądu Okręgowego w Gdańsku

z dnia 30 października 2019 r. sygn. akt IX GC 683/17

i zażalenia powoda na punkt IV (czwarty)

wyroku Sądu Okręgowego w Gdańsku

z dnia 30 października 2019 r. sygn. akt IX GC 683/17

I. prostuje oczywistą omyłkę pisarską w zaskarżonym wyroku poprzez każdorazowe wpisanie prawidłowej firmy pozwanego (...) Spółka Akcyjna w miejsce (...) Spółka Akcyjna;

II. zmienia zaskarżony wyrok:

1. w punkcie I (pierwszym) w ten sposób, że oddala powództwo;

2. w punkcie IV (czwartym) w ten sposób, że zasądza od powoda na rzecz pozwanego kwotę 7.257 zł (siedem tysięcy dwieście pięćdziesiąt siedem złotych) tytułem zwrotu kosztów postępowania;

III. zasądza od powoda na rzecz pozwanego kwotę 8.323 zł (osiem tysięcy trzysta dwadzieścia trzy złote) tytułem zwrotu kosztów postępowania apelacyjnego;

IV. umarza postępowanie zażaleniowe.

SSA Piotr Daniszewski SSA Małgorzata Zwierzyńska SSA Zbigniew Merchel

Sygn. akt I AGa 267/19, I AGz 276/19

## UZASADNIENIE

Powód M. O. wniósł o zasądzenie na swoją rzecz od pozwanego (...) Spółki Akcyjnej w U. kwoty 111.715,80 zł wraz z odsetkami:

- od kwoty 84.000,00 zł od dnia 6 maja 2016 r. do dnia zapłaty oraz

- od kwoty 27.715,80 zł od dnia 20 maja 2016 r. do dnia zapłaty.

Powód domagał się także zasądzenia na swoją rzecz od pozwanego kosztów procesu.

W odpowiedzi na pozew pozwany wniósł o oddalenie powództwa na koszt powoda. .

Sąd Okręgowy w Gdańsku wyrokiem z dnia 30 października 2019 r. orzekł następująco:

- w punkcie pierwszym zasądził od pozwanej (...) spółki akcyjnej z siedzibą w D. na rzecz powoda M. O. kwotę 85.116,80 zł wraz z ustawowymi odsetkami za opóźnienie od:

a) kwoty 64.000 zł od dnia 22 maja 2016 r. do dnia zapłaty,

b) kwoty 21.116,80 zł od dnia 5 czerwca 2016 r. do dnia zapłaty,

- w punkcie drugim umorzył postępowanie co do kwoty 26.566 zł,

- w punkcie trzecim oddalił powództwo w pozostałym zakresie,

- w punkcie czwartym zasądził od pozwanej na rzecz powoda kwotę 15.913,47 zł tytułem zwrotu kosztów procesu.

U podstaw rozstrzygnięcia Sądu Okręgowego legły następujące ustalenia stanu faktycznego:

(...) Spółka Akcyjna z siedzibą w G. była spółką publiczną notowaną w Alternatywnym Systemie Obrotu na rynku NewConnect. Przedmiotem działalności spółki był handel oraz hurtowa sprzedaż ryb i przetworów rybnych, w szczególności łososia.

Powód był akcjonariuszem mniejszościowym spółki (...), posiadającym 531.980 akcji. Pozwany, na dzień 8 grudnia 2015 r., był właścicielem 88.266.314 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., pozwany wezwał akcjonariuszy do zapisywania się na sprzedaż akcji spółki (...), którego przedmiotem było 19.173.966 akcji zwykłych na okaziciela reprezentujących 17,63 % wszystkich akcji (...) i ogólnej liczby głosów na Walnym Zgromadzeniu (...).

Wzywający zobowiązał się nabyć akcje objęte wezwaniem za cenę 0,18 zł za jedną akcję. Podmiot nabywający zamierzał uzyskać 108.750.000 głosów na Walnym Zgromadzeniu reprezentujących 100 % głosów na Walnym Zgromadzeniu, którym odpowiada 108.750.000 akcji, stanowiących 100 % kapitału zakładowego spółki.

Na dzień 5 lutego 2016 r., przez nabycie 3.354.899 akcji, pozwany posiadał 98.155.705 akcji (...) stanowiących 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 (...). Z przebiegu Zgromadzenia sporządzono protokół objęty aktem notarialnym Rep. A nr (...). Na Zgromadzeniu poddano pod jawne głosowanie projekt uchwały nr(...) w przedmiocie zniesienia dematerializacji akcji o łącznej wartości nominalnej 307.500,00 zł. Po przeliczeniu oddanych głosów, tj. o głosów „za”, 455.000 głosów „przeciw” i 78.000.000 głosów „wstrzymujących się”, przewodniczący stwierdził, że powyższa uchwała nie została podjęta.

Powód pismem z dnia 6 kwietnia 2016 r. zażądał od pozwanego wykupienia należących do powoda 400.000 akcji za cenę 0,39 zł.

W kolejnym piśmie z dnia 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 dnia 6 kwietnia 2016 r., pozwany w piśmie z dnia 20 kwietnia 2016 r. wskazał, że cena proponowana w ogłoszonym w dniu 6 listopada 2015 r. wezwaniu do zapisywania się na sprzedaż akcji, została określona w oparciu o wycenę sporządzoną przez niezależny profesjonalny podmiot – (...) S.A. Wartość jednej akcji (...) została według tej wyceny ustalona na poziomie 0,18 zł. Zadeklarował gotowość do nabycia akcji właśnie po tej cenie.

Dnia 26 kwietnia 2016 r. pozwany, posiadający wówczas 98.656.920 akcji spółki (...) reprezentujących 90,72 % kapitału zakładowego, zażądał od pozostałych akcjonariuszy spółki posiadających 10.093.080 akcji, sprzedaży wszystkich posiadanych przez nich akcji. Wskazał, że cena wykupu jednej akcji wynosi 0,19 zł.

Przymusowy wykup akcji rozpoczęto od dnia 26 kwietnia 2016 r. Właściciele wykupywanych akcji pouczono o konsekwencjach przewidzianych w Ustawie z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi.

W związku z ogłoszeniem przez pozwanego żądania przymusowego wykupu akcji (...) S.A. z dnia 26 kwietnia 2016 r., Urząd Komisji Nadzoru Finansowego zwrócił uwagę, że cena przymusowego wykupu nie została określona zgodnie z przepisami ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu. W opinii Urzędu KNF 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 KNF wskazał, że alternatywny system NewConnect był dla (...) 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. W związku z powyższym Urząd KNF poinformował, że kurs akcji (...) 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. pozwany zakomunikował o zmianie w treści informacji o zamiarze nabycia akcji spółki (...) S.A. w drodze przymusowego wykupu wskazując, że cena wykupu jednej wykupowanej akcji wynosi 0,20 zł.

Pozwany dokonał przymusowego wykupu akcji powoda w liczbie 531.980 akcji po cenie 0,20 zł za jedną akcję.

W ocenie biegłego, wartość godziwa jednej akcji (...) S.A. wynosiła w dniu przymusowego wykupu 0,36 zł.

Sąd Okręgowy wywiódł, że stan faktyczny w rozpoznawanej sprawie w zakresie faktów był między stronami niesporny. Strony nie kwestionowały tego, że pozwany jako akcjonariusz (...) S.A., posiadający akcje reprezentujące powyżej 90 % kapitału zakładowego, zażądał dnia 26 kwietnia 2016 r. od pozostałych akcjonariuszy, w tym powoda, sprzedaży akcji, początkowo po cenie 0,19 zł za akcję, a ostatecznie po cenie 0,20 zł za akcję i ostatecznie za tę cenę doszło do przymusowego wykupu akcji akcjonariuszy mniejszościowych przez pozwanego.

Powód nie podnosił zarzutów dotyczących skuteczności przejęcia, a jedynie twierdził, że cena, za jaką pozwany wykupił akcje, nie stanowiła wartości godziwej. Strony były zgodne co do tego, że cena wykupywanych akcji powinna odpowiadać wartości godziwej. Spór dotyczył kwoty odpowiadającej wartości godziwej akcji na dzień ich przymusowego wykupu.

Brak sporu w zakresie faktów dyktował pominięcie przez Sąd dokumentów prywatnych i urzędowych, które zostały złożone przez strony w toku procesu.

Sąd nie uwzględnił dokumentu stanowiącego pismo KNF z dnia 10 kwietnia 2017 r.

W treści dokumentu KNF wyjaśniała, że stwierdzenia zawarte w piśmie z dnia 26 kwietnia 2016 r. to tylko opinia KNF, w żaden sposób niewiążąca i nie będąca wynikiem postępowania administracyjnego – nie mająca więc charakteru dokumentu urzędowego.

Koniecznym stało się ustalanie wartości godziwej w oparciu o dowód z opinii biegłego sądowego.

Sąd *meriti* nie powielał w opisie stanu faktycznego treści dokumentów przedłożonych przez strony, a dotyczących takich kwestii, jak sytuacja finansowa spółki (...) S.A.; czy materiałów przedłożonych przez (...) S.A. w załączeniu do pisma z dnia 3 kwietnia 2018 r., tj. materiałów, które spółka ta pozyskała dla potrzeb wyceny (...) S.A. metodą DCF i na których to się przy tej wycenie opierała.

Informacje wynikające z tych dokumentów nie miały samodzielnego znaczenia dla rozstrzygnięcia sprawy w tym sensie, że musiały zostać poddane ocenie przez osobę posiadającą wiedzę specjalistyczną celem udzielenia wyjaśnień co do spornej między stronami wartości godziwej spółki (...) S.A. Ostatecznie stały się one przedmiotem analizy biegłego, który uwzględnił je w swojej opinii w zakresie, w jakim okazały się istotne dla ustalenia wartości godziwej akcji powoda w spółce (...) S.A., podlegających przymusowemu wykupowi przez pozwanego – a Sądowi posłużyły jedynie do weryfikacji opinii biegłego, nie do samodzielnego dokonywania ustaleń.

Podobnie Sąd *a quo* potraktował dalsze dokumenty przedkładane przez pozwanego w załączeniu do zarzutów do opinii biegłego, które miały popierać krytyczne stanowisko pozwanego wobec opinii. Biegły szczegółowo odnosił się do wskazanych dokumentów i Sąd weryfikował opinię, analizując treść dokumentów w powiązaniu ze stanowiskiem pozwanego oraz biorąc pod uwagę odpowiedzi biegłego na zarzuty pozwanego, oparte w części na treści tych dokumentów.

Sąd Okręgowy pominął w stanie faktycznym pismo KNF z dnia 10 kwietnia 2017 r., jako że pismo to – poza stwierdzeniem, że pismo z dnia 26 kwietnia 2016 r. stanowiło jedynie opinię KNF – zawierało odpowiedź na skargę powoda, wniesioną do Komisji na „bezpodstawne zaniechania oraz działania Urzędu KNF, podejmowane w procesie wycofywania Spółki (...) S.A. z obrotu publicznego”. Pismo nie dotyczyło, w świetle treści żądania pozwu oraz okoliczności faktycznych rozstrzygających o jego zasadności – żadnych kwestii istotnych dla rozstrzygnięcia.

Sąd pominął przedłożone przez powoda dokumenty potwierdzające kwalifikacje K. M. do dokonywania wyceny wartości godziwej akcji (...) S.A. objętych przymusowym wykupem przez pozwanego oraz samą wycenę tych akcji dokonaną przez K. M.. Dokumenty te nie mogły być podstawą ustaleń faktycznych co do wartości godziwej akcji powoda przymusowo wykupionych przez pozwanego, jako że dla ustalenia tej okoliczności koniecznym było przeprowadzenie dowodu z opinii biegłego sądowego. Dowód ten nie może być zastąpiony innym dowodem, w tym w postaci prywatnej opinii specjalisty. Opinia taka potraktowana mogła być jedynie jako dokument prywatny. Sama

okoliczność oświadczenia przez K. M., że akcje (...) S.A. należące do powoda a objęte przymusowym wykupem przez pozwanego mają określoną wartość, nie miała dla sprawy znaczenia, skoro wartość ta ustalana była w toku postępowania przez biegłego sądowego.

Z powyższych względów Sąd a quo pominął również przedłożoną przez pozwanego wycenę akcji (...) S.A. sporządzoną przez D..

Sąd uwzględnił wycenę akcji (...) S.A. przygotowaną przez (...) S.A. lecz w takim tylko zakresie, że w oparciu o tę opinię i z powołaniem się na nią pozwany występował do powoda i innych akcjonariuszy z deklaracją gotowości nabycia ich akcji po cenie ustalonej przez (...) S.A. w ich opracowaniu.

Sąd pominął przedłożone przez powoda postanowienie Sądu Okręgowego w Warszawie z dnia 22 stycznia 2015 r., sygn. XX GC 1189/14, w którym Sąd ten zajął stanowisko w kwestii prawnej, dotyczącej tego, jak należy rozumieć cenę godziwą. Sąd rozpoznający przedmiotową sprawę dokonuje samodzielnej interpretacji prawa i nie jest związany stanowiskiem innego Sądu, wyrażonym w postanowieniu o udzieleniu zabezpieczenia.

Na rozprawie w dniu 15 stycznia 2018 r. Sąd oddalił wniosek powoda o zobowiązanie: (...) sp. z o.o. sp. k., (...) sp. z o.o., (...) sp. z o.o. oraz (...) sp. z o.o., (...) sp. z o.o. sp. k., (...) sp. z o.o., (...) S.A., (...) sp. z o.o., (...) sp. z o.o., (...) sp. z o.o., (...) sp. z o.o. oraz (...) sp. z o.o. do udzielenia informacji, czy sporządzali w latach 2014-2016 wycenę wartości godziwej akcji spółki (...) S.A., a w przypadku jej sporządzenia – do dostarczenia tego dokumentu celem „ustalenia wysokości szkody poniesionej przez powoda”.

Sąd pierwszej instancji oddalił wniosek o zobowiązanie pozwanego do przedstawienia wycen godziwej wartości akcji (...) S.A. sporządzonych przez (...) SA w latach 2014-2016, wycen godziwej wartości akcji (...) S.A. dokonanych przez pozwanego oraz inne podmioty na zlecenie pozwanego lub spółek z grupy (...) Spółki Akcyjnej w latach 2014-2016 oraz treści korespondencji pomiędzy KNF a pozwanym w związku z naruszeniem przez pozwanego zasad określania ceny w wezwaniu do zapisywania się na sprzedaż akcji, ogłoszonym 10 listopada 2015 r., jak również wniosek o przeprowadzenie dowodu z zeznań świadków Ł. W., K. M., J. K., K. B., R. W. i I. K. i wniosek o przeprowadzenie dowodu z przesłuchania stron.

Powód wnosił o przeprowadzenie dowodu z zeznań i przesłuchań wskazanych wyżej osób na okoliczności ustalenia wartości godziwej akcji spółki (...) S.A., ustalenia metody wyceny spółki (...) S.A. oraz przyjętych ku temu założeń, sytuacji finansowej i perspektyw rozwoju (...) S.A., terminu otrzymania zlecenia dokonania wyceny (...) S.A., otrzymanych w tym celu założeń i zaleceń, sporządzania analiz i wycen (...) S.A. w latach 2014-2016, działań związanych ze zniesieniem dematerializacji akcji oraz przymusowym wykupem akcji. Sąd zważył jednak, że ustalenie wartości godziwej akcji w spółce (...) S.A. wymagało wiedzy specjalistycznej, a więc przeprowadzenia dowodu z opinii biegłego sądowego. Biegły, przygotowując opinię, sam dobiera i uzasadnia dobór przyjętej metody wyceny akcji według wartości godziwej oraz określa taką wartość akcji, a dowód z jego opinii nie może zostać zastąpiony przez dowody z zeznań świadków czy z przesłuchania stron. Zbędne było przesłuchiwanie świadków czy stron na okoliczności ustalenia metody wyceny akcji spółki (...) S.A. Z kolei okoliczność tego, kiedy i komu pozwany zlecił dokonanie wyceny (...) S.A. oraz tego czy i jakie założenia narzucał lub starał się narzucić do dokonania tej wyceny, jak również jakie analizy i wyceny sporządzano przed wykupem oraz jakie działania związane ze zniesieniem dematerializacji akcji i przymusowym ich wykupem podejmowano, była dla rozstrzygnięcia irrelevantna, skoro jedyną okolicznością sporną między stronami była wartość ceny godziwej akcji (...) S.A., a wartość taka ustalona miała zostać w toku postępowania przez biegłego sądowego. Dla możliwości przeprowadzenia tej opinii i ustalenia ceny godziwej akcji (...) S.A. kwestie poprzednich wycen nie miały znaczenia.

Sąd zobowiązał pozwanego do przedłożenia dokumentów, stanowiących podstawę wyceny godziwej wartości akcji (...) S.A. tak, by w oparciu o te dokumenty biegły mógł dokonać własnej wyceny, jednak w piśmie z dnia 29 stycznia 2018 r. pozwany załączył same wyceny i poinformował, że odmówiono mu wydania takich dokumentów, a ponadto, że ostatecznie za wartość godziwą akcji (...) S.A. pozwany przyjął tę wartość, jaką wskazała mu KNF w piśmie z dnia 26 kwietnia 2016 r. Biorąc pod uwagę treść pisma KNF, w którym wskazuje, że jej stanowisko co do wartości godziwej

akcji stanowiło jedynie niewiążącą opinię, Sąd zobowiązał (...) S.A. do przedłożenia dokumentów, stanowiących podstawę dokonanej przez tę spółkę na zlecenie pozwanego wyceny wartości godziwej akcji spółki (...) S.A. i spółka ta dokumenty przedłożyła.

Sąd nie uwzględnił dokumentu złożonego przez pozwanego po zamknięciu rozprawy.

Sąd przeprowadził dowód z opinii biegłego sądowego na okoliczność ustalenia, czy wskazana w żądaniu pozwanego przymusowego wykupienia akcji (...) S.A. wartość akcji w kwocie po 0,20 zł za akcję była godziwą wartością, a w przypadku odpowiedzi negatywnej – jaka powinna być jej wartość godziwa, uwzględniając dyspozycję art. 79 ust. 1 pkt 2 OfertPublU. Opinię zlecono do wykonania biegłemu sądowemu z zakresu wyceny przedsiębiorstw, udziałów i akcji – D. S..

Biegły wskazał na problem związany z wyborem kryteriów, w oparciu o które ustalona powinna zostać wartość godziwa akcji (...) S.A., zwłaszcza, że OfertPublU nie zawiera definicji pojęcia wartości godziwej akcji. Ustawa z dnia 29 września 2004 r. o rachunkowości, która taką definicję zawiera, reguluje natomiast kwestie związane z prowadzeniem ksiąg rachunkowych oraz sprawozdawczością finansową, a nie: związane z rynkiem kapitałowym i stosunkami istniejącymi między akcjonariuszami spółek publicznych. Biegły, odwołując się do zawierającej definicję wartości godziwej art. 28 ust. 6 ustawy o rachunkowości stwierdził, że definicja ta nie jest precyzyjna i częściowo nie koresponduje z sytuacją przymusowego wykupu.

Biegły wyjaśniał, że znacznie lepiej zagadnienie wartości godziwej akcji przybliżają Międzynarodowe Standardy Rachunkowości/Sprawozdawczości finansowej, a zwłaszcza dedykowany problemowi ustalenia wartości godziwej Międzynarodowy Standard Sprawozdawczości Finansowej 13 (MSSF 13). Wskazał dalej, że zgodnie z podanym standardem, wartość godziwa stanowi cenę, którą otrzymanoby za sprzedaż składnika aktywów lub zapłaconoby za przeniesienie zobowiązania w transakcji między uczestnikami rynku prowadzonej na zwykłych warunkach na dzień wyceny. Na taki sposób wyceny wskazywała również KNF w skierowanym do pozwanego piśmie z dnia 26 kwietnia 2016 r. wskazującym, że wartością godziwą za akcję będzie cena 0,20 zł.

Biegły poddał jednak w wątpliwość, czy rynek, na którym notowano akcje (...) S.A. – New Connect – może zostać uznany za rynek aktywny, co skutkowało wskazaniem na dalszą wątpliwość – czy notowania kursu akcji (...) S.A. na tym rynku mogą stanowić podstawę do określenia ich wartości godziwej. Zdaniem biegłego, rynku New Connect nie można porównywać z rynkiem głównym Giełdy Papierów Wartościowych, w oparciu o dane z którego ustala się wartość godziwą akcji, jako że obroty na rynku New Connect są marginalne w porównaniu do obrotów na rynku głównym, podobnie jak kapitalizacja notowanych na New Connect podmiotów.

Biegły zwrócił uwagę, że w piśmie z dnia 26 kwietnia 2016 r. KNF odnośnie zaleceń dotyczących sposobu ustalenia ceny, po której miałyby zostać przeprowadzony przymusowy wykup akcji, podała kurs zamknięcia na dzień 25 kwietnia 2016 r. Jednak tego dnia na akcjach spółki (...) S.A. nie została zawarta żadna transakcja, a kurs 0,20 zł został ustalony jako kurs odniesienia w stosunku do transakcji zawartych w dniu 22 kwietnia 2016 r.

Biegły podkreślał, że w przypadku spółki (...) S.A. istniał wysoki odsetek sesji, w trakcie których nie doszło do zawarcia żadnych transakcji w okresie do przymusowego wykupu akcji tej spółki. Zaznaczył, że przyjęcie kursu 0,20 zł jako kursu sprzedaży akcji w ramach przymusowego wykupu (...) S.A. implikował kapitalizację giełdową tej spółki na poziomie 21.750.000,00 zł, gdzie taka wycena na tle innych spółek notowanych na rynku New Connect była bardzo niska. Biegły zaznaczył, że wyniki finansowe spółki nie uzasadniały tak niskiej wyceny jej akcji, podczas gdy mają one znaczący wpływ na notowania kursów akcji. Zdaniem biegłego, w przypadku spółki (...) S.A., z uwagi na przypadające po sobie daty przymusowego wykupu oraz publikacji raportu za I kwartał 2016 r., możliwym jest, że wystąpiła asymetria informacji między zarządem spółki i dominującym akcjonariuszem a akcjonariuszami mniejszościowymi, w której zarząd i dominujący akcjonariusz w terminie ogłoszenia przymusowego wykupu oraz wcześniej znali już przybliżone wyniki finansowe za I kwartał 2016 r., jednak powód i inni mniejszościowi akcjonariusze nie posiadali wiedzy w tym zakresie.

Wobec powyższego biegły wskazywał, że istnieje obawa, że cena akcji (...) S.A. jaka na rynku New Connect kształtowała się przed ogłoszeniem przymusowego wykupu nie była ceną równowagi, jaka zostałaby osiągnięta, gdyby akcjonariusze mniejszościowi dysponowali takimi samymi informacjami jak akcjonariusz większościowy.

Biegły zakwestionował ostatecznie, że kurs akcji, będący podstawą ustalenia przez pozwanego wartości ceny godziwej, oddawał ich wartość godziwą. W konsekwencji, wartość godziwa akcji (...) S.A. na dzień ich przymusowego wykupu powinna zostać ustalona w wyniku przeprowadzonego procesu wyceny.

Biegły sporządził taką wycenę w swojej opinii. Przyjął, że wartość godziwa to wyrażona w pieniądzu lub w jego ekwiwalencie wartość przedmiotu wyceny. Przy jej szacowaniu zakłada się, że jest ona efektem konsensusu osiągniętego między typowym hipotetycznym kupującym oraz typowym hipotetycznym sprzedającym, a każda ze stron jest zainteresowana przeprowadzeniem transakcji, nie działa pod przymusem i posiada odpowiednią wiedzę, pozwalającą na dokonanie właściwej oceny wartości przedmiotu transakcji.

Wycena została przez biegłego przygotowana według stanu informacji na dzień przeprowadzenia przymusowego wykupu, na dzień 26 kwietnia 2016 r. Biegły analizował sprawozdania finansowe (...) S.A. za lata 2011 – 2015. Podkreślił, w oparciu o tę analizę, że spółka finansuje swoją działalność w bezpieczny sposób. Skala jej biznesu systematycznie rosła na przestrzeni badanych lat i spółka zawsze była rentowna, a ostatnie kwartały 2015 r. przyniosły jej dynamiczny wzrost zrealizowanych przychodów.

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 całej spółki (wszystkich akcji) wyniosłaby 36.220.000,00 zł, a pojedynczej akcji z pakietu mniejszościowego – 0,33 zł.

Biegły wskazywał na wartość akcji ustaloną przez siebie w oparciu o metodę mnożnikową. Wskazał, że wartość wszystkich akcji wyniosłaby w przypadku tej metody 42.634.000,00 zł, a wartość jednej akcji z pakietu mniejszościowego – 0,39 zł.

Odwołując się do tych dwóch metod wyceny biegły wskazał, że wartość spółki ustalono jako średnią arytmetyczną z wartości dla metody dochodowej (DCF) oraz metody mnożnikowej. Podał, że tak ustalona wartość jednej akcji wynosi ostatecznie 0,36 zł.

Powód nie kwestionował opinii biegłego.

Pozwany kwestionował opinię twierdząc, że jest ona nienależycie uzasadniona co do kwestii pojęcia i funkcjonowania wartości godziwej. Twierdził, że jest oparta na błędnych założeniach metodologicznych, jest niepełna i nacechowana subiektywnymi założeniami biegłego. W zarzutach do opinii pozwany przedstawił, jak rozumieć należy w jego ocenie pojęcie wartości godziwej i jak należy tę wartość ustalać według Międzynarodowych Standardów Sprawozdawczości Finansowej/Rachunkowości. Polemizował z twierdzeniami biegłego co do tego, że notowania kursu akcji (...) S.A. nie powinny stanowić podstawy do określenia ich wartości godziwej, jak również z wyliczeniami biegłego, opartymi na metodzie dochodowej (DCF) i metodzie mnożników rynkowych. Zdaniem pozwanego, wbrew stanowisku biegłego, to właśnie rynek New Connect stanowił główny rynek, który powinien być brany pod uwagę przy ustalaniu wartości godziwej akcji (...) S.A. i nie jest koniecznym, by do wyceny akcji dochodziło na każdej sesji, a niskie obroty pozostają w tym kontekście bez znaczenia dla przyjęcia rynku New Connect za główny rynek. Pozwany zarzucał biegłemu, przywołując szereg tez z piśmiennictwa oraz zapisy Międzynarodowych Standardów Sprawozdawczości Finansowej, że opinia biegłego jest oceną autorską, subiektywną i niepopartą przepisami prawa.

W swoich opiniach uzupełniających odnoszących się do zastrzeżeń strony pozwanej biegły wskazał, że korekty proponowane przez powoda nie byłyby spójne z przyjętymi przez biegłego założeniami i nie powinny być wprowadzane zwłaszcza z uwagi na przyjęty moment wyceny.

W odniesieniu do stanowiska pozwanego co do nienależytego uzasadnienia opinii biegły wskazywał, że w opinii przytaczał i wyjaśniał te uregulowania, które były istotne w kontekście rozpatrywanego problemu. Biegły podtrzymywał swoje stanowisko co do tego, że dla wyceny akcji w rozpoznawanej sprawie, z uwagi na jej okoliczności, nie znajdują zastosowania uregulowania kwestii wartości godziwej z ustawy o rachunkowości oraz Międzynarodowych Standardów Sprawozdawczości Finansowej/Rachunkowości. Podkreślił, że rynek New Connect nie jest rynkiem aktywnym, w oparciu o który ustala się cenę godziwą według uregulowań wyżej opisanych. Zwrócił uwagę, że informacje, na które powoływał się pozwany w swoich zarzutach do opinii, w większości opierają się na publikacjach o charakterze marketingowym czy też publicystycznym, nie natomiast rzeczowych analizach kwestii funkcjonowania rynku New Connect. Pozwany, zarzucając biegłemu błędną wycenę metodami dochodową (DCF) i mnożników rynkowych, nie odwoływał się do żadnej opinii innego specjalisty odnoszącej się do konkretnego problemu, stanowiącego przedmiot opinii, która to ewentualnie mogłaby podważyć opinię biegłego sądowego D. S..

Sąd meriti ocenił, że argumentacja biegłego sądowego była spójna i logiczna. Biegły wykazał wybiórcze przedstawianie danych przez pozwanego, które to nie dawały pełnego i wiarygodnego obrazu co do funkcjonowania rynku New Connect, a co za tym idzie możliwości odniesienia się do niego przy ustalaniu wartości godziwej akcji w spółce.

Pozwany w dalszym ciągu kwestionował opinię biegłego, żądając przeprowadzenia dowodu z opinii innego biegłego sądowego, jednak w ocenie Sądu argumentacja pozwanego sprowadzała się do polemiki ze stanowiskiem biegłego i zarzucania biegłemu niewiedzy. Pozwany wbrew treści opinii biegłego twierdził, że w opinii tej biegły nie zanegował możliwości zastosowania przepisów ustawy o rachunkowości i Międzynarodowych Standardów Sprawozdawczości Finansowej/Rachunkowości do ustalenia wartości godziwej akcji. Zarzut ten Sąd a quo ocenił jako niezasadny. Biegły szczegółowo tłumaczył, dlaczego w realiach rozpoznawanej sprawy nie powinno się stosować literalnie postanowień wskazanych aktów, przytaczanych przez pozwanego jako podstawę ustalenia wartości godziwej akcji. Pozwany argumentował, że jeżeli fundusze inwestycyjne uznają rynek New Connect za rynek aktywny, to świadczy to o tym, że rynek New Connect ma taki status. Na poparcie swojego stwierdzenia pozwany odwoływał się do zasad funkcjonowania funduszy inwestycyjnych oraz aktów prawnych je regulujących, przy czym w żaden sposób nie odnosił się do argumentacji biegłego co do tego, że w konkretnej, badanej w sprawie sytuacji, do wyceny akcji (...) S.A. nie sposób jest zastosować ogólnie przyjmowanych zasad Międzynarodowych Standardów Sprawozdawczości Finansowej/Rachunkowości.

W odpowiedzi na zarzuty pozwanego biegły wskazywał na brak materiałów źródłowych pozwalających na taką wycenę w oparciu o kryteria, na które powoływał się pozwany, a pozwany wnosił o sporządzenie opinii w oparciu o takie dokumenty, wskazane przez biegłego i potrzebne do jej sporządzenia. Na rozprawie dnia 4 marca 2019 r. Sąd zobowiązał biegłego do wskazania takich dokumentów, a biegły takie dokumenty wskazał w piśmie z dnia 20 marca 2019 r. i strony uzupełniły materiał dowodowy.

W oparciu o tak uzupełniony materiał dowodowy Sąd postanowił o przeprowadzeniu dowodu z uzupełniającej opinii biegłego sądowego D. S. na okoliczność ustalenia wartości godziwej akcji (...) S.A. z ich uwzględnieniem. Biegły sporządził opinię uzupełniającą w oparciu o przyjętą już wcześniej metodologię.

Biegły wskazał, że dokumenty przekazane przez stronę pozwaną nie mają wpływu na wartość ustaloną w oparciu o metodę mnożnikową, mają jednak znaczenie w przypadku metody dochodowej (DCF). W oparciu o analizę przedłożonych dokumentów biegły dokonał korekty w obliczeniach, ustalając ostatecznie, że wartość całej spółki (...) 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. Dokumenty przedłożone przez pozwanego nie wpłynęły na treść pierwotnej opinii. Z tych przyczyn Sąd pierwszej instancji nie uwzględnił opinii uzupełniającej. Zawierała ona wyłącznie symulacyjną kalkulację wartości akcji jako wartości godziwej, nie miała jednak uzasadnienia w przyjętych pierwotnie prawidłowych założeniach.



Pozwany w dalszym ciągu kwestionował opinię biegłego, twierdząc, że jest ona nieprzydatna dla rozstrzygnięcia oraz wskazując, że biegły błędnie ocenił rynek New Connect jako niespełniający kryteriów rynku aktywnego, stanowiącego odniesienie do wyceny akcji. Podniósł, że biegły niezasadnie pominął Międzynarodowe Standardy Rachunkowości jako podstawy ustalenia wartości godziwej, w tym w szczególności MSR 13. Kwestionował też samą wycenę, dokonaną przez biegłego w oparciu o przyjęte metody.

W ocenie Sądu Okręgowego, zarzuty pozwanego nie podważyły opinii jako podstawy ustaleń faktycznych. Opinia biegłego była rzetelna, logiczna. Zawierała kategorię wniosków, które biegły podtrzymywał mimo kolejnych zastrzeżeń strony. Wyjaśnił szczegółowo przyczyny przyjętych założeń.

Przywoływany przez stronę pozwaną MSSF 13, określający definicję wartości godziwej oraz ramy ustalania wartości godziwej został wprowadzony do rozporządzenia Komisji (WE) Nr 1126/2008 z dnia 3 listopada 2008 r. przyjmującego określone międzynarodowe standardy rachunkowości zgodnie z rozporządzeniem (WE) nr 1606/2002 Parlamentu Europejskiego i Rady [Dz. Urz. UE.L Nr 320, str. 1], na mocy art. 1 pkt 1 lit. d rozporządzenia nr 1255/2012 z dnia 11 grudnia 2012 r. [Dz. Urz. UE.L nr 360, str. 78]. Rozporządzenie nr 1126/2008, zmienione m.in. rozporządzeniem nr 1255/2012, wprowadza wymóg, by spółki notowane w obrocie publicznym, działające w oparciu o przepisy państwa członkowskiego, sporządzały pod pewnymi warunkami, za każdy rok obrotowy rozpoczynający się 1 stycznia 2005 r. lub później, swoje skonsolidowane sprawozdania finansowe zgodnie z międzynarodowymi standardami rachunkowości zdefiniowanymi w art. 2 tego rozporządzenia.

Zgodnie z MSSF nr 13, celem ustalenia wartości godziwej jest oszacowanie, jaka byłaby cena w transakcji przeprowadzonej na zwykłych warunkach sprzedaży składnika aktywów lub przeniesienia zobowiązania między uczestnikami rynku w dniu wyceny i w aktualnych warunkach rynkowych (tj. cena wyjścia na dzień wyceny z perspektywy uczestnika rynku, który posiada składnik aktywów lub ma zobowiązanie). MSSF nr 13 stanowi jednak również, że ma on zastosowanie wówczas, gdy inny MSSF zawiera możliwość lub wymóg stosowania wyceny w wartości godziwej lub ujawniania informacji o wycenie w wartości godziwej (pkt 5), przy czym wszystkie te Standardy odnoszą się jedynie do kwestii sporządzania skonsolidowanych sprawozdań finansowych przez spółki notowane w obrocie publicznym, co ma na celu poprawę przejrzystości i porównywalności sprawozdań finansowych spółek, zwiększając w ten sposób efektywność rynku i zmniejszając koszty pozyskiwania kapitału przez spółki.

Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej, wprowadzone do stosowania aktem prawnym o mocy powszechnie obowiązującej na mocy rozporządzeń nr 1126/2008 i 1225/2012 należy obowiązkowo stosować jedynie w takim zakresie, jaki wynika z treści tych rozporządzeń, a więc w zakresie sporządzania skonsolidowanych sprawozdań finansowych przez spółki notowane w obrocie publicznym, co nie ma przełożenia na ustalenie wartości godziwej na inne potrzeby, niż wynikające ze sporządzenia takiego sprawozdania przez wskazane podmioty. MSSF, w tym nr 13, można stosować do ustalania wartości godziwej akcji objętej wykupem przymusowym zgodnie z art. 82 OfertPublU, jednak nie ma wymogu takiego zastosowania, zwłaszcza biorąc pod uwagę, że MSSF zostały tak opracowane, by odpowiadać określonej roli, którym te zasady służą. W szczególności, MSSF nr 13 wprost w punkcie 4 stanowią, że w definicji wartości godziwej kładzie się nacisk na aktywa i zobowiązania, ponieważ są one podstawowym przedmiotem wyceny bilansowej.

Biorąc pod uwagę przeznaczenie tych Standardów (sporządzenie skonsolidowanych sprawozdań finansowych przez spółki notowane w obrocie publicznym) oraz fakt, że MSSF nie są prawnie wiążące w odniesieniu do dokonywania wyliczeń wartości na inne potrzeby, Sąd ocenił, że w pierwszej kolejności stosować należy w odniesieniu do ustalenia wartości godziwej akcji podlegających przymusowemu wykupowi zgodnie z art. 82 OfertPublU uregulowania prawa krajowego. Dopiero w przypadku braków odpowiednich uregulowań należy poszukiwać pozaustawowych zasad, pozwalających na ustalenie wartości godziwej akcji podlegających przymusowemu wykupowi.

Brak było podstaw, by uznać za pozwanym, że art. 79 OfertPublU zawiera odesłanie do MSSF nr 13. Odesłanie takie w żaden sposób nie wynika z samej treści OfertPublU, w której brak samej definicji „wartości godziwej akcji”. Wobec tego powszechnie przyjmuje się, że dla celów ustalenia znaczenia tego określenia jedynie posiłkowe zastosowanie

znajduje definicja wskazana w art. 28 ust. 6 RachunkU. Zgodnie z tym przepisem, za wartość godziwą przyjmuje się kwotę, za jaką dany składnik aktywów mógłby zostać wymieniony, a zobowiązanie uregulowane na warunkach transakcji rynkowej między zainteresowanymi i dobrze poinformowanymi, niepowiązanimi ze sobą stronami. Przepis wynikający ze zdania drugiego stanowi, 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. 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 (art. 28 ust. 6 zd. 3 RachunkU).

Nie ma podstaw do apriorycznego przyjęcia, że wycena wartości godziwej akcji podlegającej przymusowemu wykupowi odbywa się stricte na zasadach wynikających z MSSF nr 13, zwłaszcza, że standardy te odnoszą się do wyceny bilansowej, a taka wycena w szczególności ze względu na gradację metod przyjętych w MSSF 13 w konkretnym przypadku mogłaby prowadzić do wyceny akcji w sposób daleko odbiegający od wartości, jaką akcja rzeczywiście przedstawia. W tym kontekście powód słusznie odwoływał się do powszechnego rozumienia pojęcia „godziwy”, oznaczającego słuszny, rzetelny, czy też uczciwy, jako że stosując pomocniczo definicję wartości godziwej z art. 28 ust. 6 RachunkU, należy mieć na uwadze, że właśnie podmioty zainteresowane, dobrze poinformowane i niezależne od siebie (brak przymusu) dążyłyby do tego, by wartość akcji podlegających wymianie była określona w sposób, który nie byłby dla danego podmiotu krzywdzący, a więc w sposób rzetelny i uczciwy, zapewniający poszanowanie interesów obu stron wymiany akcji.

Rzeczą Sądu była ocena, czy przyjęta przez biegłego metoda wyceny zapewnia taką równowagę i poszanowanie interesów stron. Biegły podkreślał, że przyjąwszy metody wyceny z MSSF nr 13, w szczególności opierając się na kursie akcji spółki (...) S.A. na rynku New Connect, istniało ryzyko dokonania wyceny akcji (...) S.A. należących do powoda po wartości, która nie była godziwa. Biegły wskazywał w tym zakresie na specyfikę spółki, której akcje wyceniał oraz rynku, na którym te akcje były notowane. Wskazywał, że aktywność obrotu akcjami (...) S.A. była niska i to w długim okresie, tj. od 13 lutego 2008 r. do 25 kwietnia 2016 r., kiedy 18,7 % sesji zamykano bez jakiegokolwiek obrotu akcjami (...) S.A.. Biegły podkreślił, że wycena akcji (...) S.A. na tle innych spółek notowanych na rynku New Connect w całym tym okresie była bardzo niska i rynek ten każdą złotówkę zysku (...) S.A. wyceniał dwa razy niżej niż przeciętnej spółki notowanej na tym rynku New Connect, podczas gdy spółka miała dobre wyniki. W tym kontekście biegły jednocześnie wskazywał, że zarówno kapitalizacja podmiotów notowanych na rynku New Connect jak i obroty obserwowane na tym rynku są marginalne w stosunku do analogicznych wielkości obserwowanych na rynku głównym Warszawskiej Giełdy Papierów Wartościowych. Biegły podkreślał, że okoliczności te przemawiają za uznaniem, że wynik szacowania wartości akcji (...) S.A. należących do powoda i podlegających przymusowemu wykupowi przez pozwanego, w oparciu o ceny rynkowe akcji (...) S.A. na rynku New Connect w danych okresach prowadziły do ustalenia wartości akcji podlegających przymusowemu wykupowi w sposób, który nie pozwalałby na uznanie, że jest to wartość godziwa. Biegły zaznaczył, że spółka miała dobre wyniki finansowe, które miałyby wpływ na ceny akcji na rynku głównym, tj. Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych z uwagi na zainteresowanie inwestorów akcjami spółek tam notowanych. Ostatecznie nie przełożyły się one jednak na ceny akcji na rynku alternatywnym – New Connect, na którym jedynie nieliczne spółki notowane posiadają pokrycie analityczne i pozostają w orbicie zainteresowań inwestorów. Biegły stwierdził, że skoro MSSF jako do rynku odwołują się do Giełdy Londyńskiej, to standardy te są przystosowane do wycen w oparciu o dane z rynków głównych, takich jak Warszawska Giełda Papierów Wartościowych, nie: New Connect, którego specyfika odbiega znacząco od tych wcześniej wskazanych, a co ma wpływ na wycenę wartości akcji.

Sąd podkreślił, że art. 28 ust. 6 RachunkU stosowany jest jedynie pomocniczo, a definicja wskazana w tym przepisie nie jest precyzyjna i częściowo nie koresponduje z sytuacją przymusowego wykupu, jest bowiem dostosowana do sytuacji prowadzenia ksiąg rachunkowych i sprawozdawczości finansowej.

Sąd Okręgowy podzielił zapatrywanie A. C., że szacując wartość godziwą, konieczne należy wziąć pod uwagę bieżącą sytuację jednostki gospodarczej. Należy podkreślić, że wartość godziwą może odzwierciedlać cena sprzedaży

pochodząca z rynku, jednak jeżeli nie jest to możliwe, określa się ją szacunkowo, we własnym zakresie lub przy pomocy rzeczoznawców. Jakkolwiek brak jest w tym względzie przepisów prawnych, postulować należy, by określenie wartości godziwej było dokonywane nie przez wzywającego, lecz przez wyspecjalizowane podmioty zajmujące się tego typu ocenami.

W powyższym kontekście 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 RachunkU) z tej przyczyny, że dotyczy to wartości godziwej instrumentów finansowych znajdujących się na rynku aktywnym, a za taki w przypadku spółki (...) S.A. nie sposób uznać New Connect.

Ustawa o rachunkowości nie zawiera definicji aktywnego rynku mimo, że pojęciem tym się posługuje. Biegły w tym zakresie odwołał się do MSSF jako właściwych dla definiowania rynku aktywnego. Zgodnie z MSSF (załącznik A do rozporządzenia nr 1126/2008), przez rynek aktywny należy rozumieć taki rynek, na którym transakcje dotyczące składnika aktywów lub zobowiązania odbywają się z dostateczną częstotliwością i mają dostateczny wolumen, by dostarczać bieżących informacji na temat cen.

Biegły słusznie więc stwierdził w powyższym kontekście, że nie sposób w odniesieniu do przypadku spółki (...) S.A. i wyceny akcji tej spółki uznać rynek New Connect za rynek aktywny, z uwagi na niską częstotliwość transakcji w odniesieniu do tej spółki oraz z uwagi na niski wolumen akcji tej spółki, a więc łączną liczbę jednostek akcji, które zmieniły właściciela w danym okresie.

Pozwany podnosił, że „na przestrzeni lat wykształciła się praktyka definiowania i stosowania pojęcia rynku aktywnego, która jednoznacznie wskazuje, że nie jest konieczne, by do wyceny transakcji dotyczących danego składnika aktywów dochodziło na każdej sesji”. Twierdzenia pozwanego Sąd ocenił jako niezasadne. Pozostawały one w sprzeczności z MSSF, na które powoływała się sama strona pozwana. W ocenie Sądu meriti taka interpretacja rynku aktywnego i uznanie za ceny rynkowe cen osiągniętych przez akcje (...) S.A. w ramach New Connect, stałaby w sprzeczności z celem regulacji art. 79 OfertPublU, którym jest ochrona uczestników rynku kapitałowego przed oferowaniem im możliwości sprzedaży akcji „poniżej należnej ceny”. Pojęcie „należnej ceny” w tym kontekście niewątpliwie należy odnosić do pojęcia ceny godziwej, o której mowa w art. 5 ust. 4 dyrektywy 2004/25/WE Parlamentu Europejskiego i Rady (WE) z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie ofert przejęcia (Dz.Urz. UE.L. Nr 142, str. 12). Dyrektywa ta została implementowana do polskiego porządku prawnego właśnie w ustawie OfertPublU. Zgodnie z art. 5 ust. 4 tej dyrektywy, która ma na celu (zgodnie z pkt 2 motywów) zabezpieczenie interesów posiadaczy papierów wartościowych spółek podlegających prawu Państwa Członkowskiego, gdy spółki te są przedmiotem oferty przejęcia lub zmian kontroli i przynajmniej część ich papierów wartościowych jest dopuszczona do obrotu na rynku regulowanym w Państwie Członkowskim – za cenę godziwą uznawać należy najwyższą cenę zapłaconą przez oferenta za te same papiery wartościowe, lub przez osoby działające z nim w porozumieniu, w okresie, jaki ma być ustalony przez Państwa Członkowskie, lecz nie krótszym niż sześć i nie dłuższym niż 12 miesięcy przed rozpoczęciem oferty. Co oczywiste, taki sposób ustalenia ceny godziwej za akcje zakładać musi właściwą częstotliwość obrotu, a częstotliwość, jak wskazywał na to biegły sądowy, w przypadku spółki (...) S.A. była niska.

Skoro nie sposób uznać w odniesieniu do spółki (...) S.A. rynku New Connect za rynek aktywny w wymaganym w tym zakresie przedziale czasowym, to nawet gdyby dla ustalania wartości godziwej stosować zasady wynikające z powoływanego przez pozwanego 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. To ostatnie, zgodnie z punktem 87 MSSF ma zastosowanie wówczas, gdy odpowiednie obserwowalne dane wejściowe są niedostępne, co pozwala uwzględnić sytuacje, w których aktywność rynkowa związana z danym składnikiem aktywów lub zobowiązaniem na dzień wyceny jest niewielka, o ile w ogóle istnieje. Taka sytuacja miała miejsce w niniejszej sprawie, na co uwagę szczególnie zwracał biegły, dokonując w tym zakresie stosownych analiz.

W ocenie Sądu a quo, 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 New Connect występowały zbyt daleko idące różnice o charakterze fundamentalnym, na co wskazywał biegły.

Powyższa argumentacja przemawiała według Sądu pierwszej instancji za uznaniem, że określenie wartości godziwej akcji przymusowo wykupionych od powoda przez pozwanego, w oparciu o cenę akcji na rynku New Connect stałoby w sprzeczności z celem art. 79 OfertPublU oraz nie spełniałoby wymagań wynikających z art. 28 ust. 6 RachunkU, 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 zawęzić metody wyceny wartości godziwej w sposób postulowany przez pozwanego. Biegły słusznie oceniał sposoby wyceny wartości godziwej opisane w MSSF nr 13 jako „drogowskazy”, które przy ich bezrefleksyjnym stosowaniu, mogłyby nie doprowadzić do zamierzonego celu. O szerszym, niż twierdził pozwany, katalogu sposobów ustalania wartości godziwej świadczy treść stosowanego uzupełniająco w odniesieniu do ustalenia tej wartości przepisów rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 12 grudnia 2001 r. w sprawie szczegółowych zasad uznawania, metod wyceny, zakresu ujawniania i sposobu prezentacji instrumentów finansowych (Dz.U. z 2001 r., Nr 149, poz. 1674 ze zm.), które w § 15 stanowi, że za wiarygodną uznaje się wartość godziwą ustaloną w szczególności drogą:

- 1) wyceny instrumentu finansowego po cenie ustalonej w aktywnym obrocie regulowanym, a informacje o tej cenie są ogólnie dostępne (gdzie pojęcie aktywnego obrotu regulowanego jest tożsame z pojęciem aktywnego rynku);
- 2) oszacowania dłużnych instrumentów finansowych przez wyspecjalizowaną, niezależną jednostkę świadczącą tego rodzaju usługi, przy czym możliwe jest rzetelne oszacowanie przepływów pieniężnych związanych z tymi instrumentami;
- 3) zastosowania właściwego modelu wyceny instrumentu finansowego, a wprowadzone do tego modelu dane wejściowe pochodzą z aktywnego obrotu regulowanego (aktywnego rynku);
- 4) oszacowania ceny instrumentu finansowego, dla którego nie istnieje aktywny obrót regulowany, na podstawie publicznie ogłoszonej, notowanej w aktywnym obrocie regulowanym ceny nieróżniącego się istotnie, podobnego instrumentu finansowego, albo cen składników złożonego instrumentu finansowego;
- 5) oszacowania ceny instrumentu finansowego za pomocą metod estymacji powszechnie uznanych za poprawne.

Rozporządzenie to posługuje się zwrotem „w szczególności”, co w sposób oczywisty nie pozwala przyjąć, by istniała w zakresie wymienionych wyżej sposobów ich gradacja. Powyższy katalog nie ma charakteru zamkniętego, wobec czego rozporządzenie dopuszcza wiarygodne ustalenie wartości godziwej w oparciu o inne jeszcze sposoby.

Biegły sądowy ustalił wartość godziwą akcji spółki (...) S.A. przy założeniach, że wycena jest efektem konsensusu osiąganego między typowym hipotetycznym kupującym oraz typowym hipotetycznym sprzedającym i każda ze stron jest zainteresowana przeprowadzeniem transakcji, nie działa pod przymusem i ma odpowiednią wiedzę pozwalającą na dokonanie właściwej oceny wartości przedmiotu transakcji. Założenia te odpowiadają tym, jakie wynikają z art. 28 ust. 6 RachunkU. Definiuje on wartość godziwą jako kwotę, za jaką dany składnik aktywów mógłby zostać wymieniony, a zobowiązanie uregulowane na warunkach transakcji rynkowej wskazuje na warunki takiej transakcji, tj. że jest ona przeprowadzana między zainteresowanymi i dobrze poinformowanymi, niepowiązanymi ze sobą stronami.

Biegły dla ustalenia wartości godziwej akcji powoda w spółce (...) S.A. podlegających przymusowemu wykupowi przez pozwanego zastosował metodę dochodową (DCF). Biegły wyjaśnił, że jest ona powszechnie uważana za wiodącą metodę wyceny przedsiębiorstw. Posłużył się ponadto metodą mnożnikową. W odniesieniu do tej ostatniej biegły wskazał, że pozwala ona na uzyskanie szacunku wartości spółki w sposób względnie prosty i szybki, bez konieczności przyjmowania licznych założeń dotyczących przyszłej sytuacji ekonomicznej spółki (główne czynniki

mające wpływ na szacunki metodą mnożnikową to właściwy wybór mnożników wykorzystywanych w wycenie oraz grupy przedsiębiorstw podobnych, dla których mnożniki te zostaną skalkulowane). W odniesieniu do metody dochodowej (DCF) biegły wyjaśniał, że w metodzie tej przedsiębiorstwo traktowane jest jako spójny i zintegrowany organizm, którego nadrzędnym celem jest powiększanie majątku jego właścicieli, a źródłem wartości przedsiębiorstwa są generowane w wyniku prowadzenia działalności gospodarczej przepływy finansowe. Z uwagi na to, że podstawowe znaczenie w wycenie mają rzeczony przepływy, baczna uwagę w metodzie DCF zwraca się na ryzyko ich wystąpienia oraz prawdopodobny rozkład w czasie. Biegły podkreślał, że atutem tej ostatniej metody jest znaczna elastyczność, pozwalająca na dostosowanie finansowych parametrów wyceny do sytuacji konkretnego przedsiębiorstwa, a wadą podatność na manipulowanie przyjmowanymi w procesie wyceny założeniami, co może mieć wpływ na wynik końcowy.

Zastosowane przez biegłego metody wyceny znajdują powszechne zastosowanie w przygotowaniu wycen. Biegły szczegółowo opisywał w swojej opinii, w jaki sposób osiągnął wartości akcji (...) S.A. podlegających przymusowemu wykupowi za pomocą danej metody, ze wskazaniem danych oraz założeń, które ostatecznie doprowadziły do osiągnięcia zaprezentowanych przez biegłego wyników. Biegły dokonał wyceny wartości akcji powoda w (...) S.A., podlegających przymusowemu wykupowi przez pozwanego „za pomocą metod estymacji powszechnie uznanych za poprawne”, tj. metody dochodowej (DCF) oraz mnożnikowej. W konsekwencji biegły dokonał ustalenia wartości godziwej akcji w sposób odpowiadający treści § 15 pkt 5 rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 12 grudnia 2001 r. w sprawie szczegółowych zasad uznawania, metod wyceny, zakresu ujawniania i sposobu prezentacji instrumentów finansowych (Dz.U. z 2001 r., Nr 149, poz. 1674 ze zm.). Biegły, dokonując wyceny, opierał się na przedłożonych dokumentach dotyczących sytuacji finansowej (...) S.A. w danych okresach, dokonując korekty swoich wyliczeń po uzupełnieniu tego materiału dowodowego przez pozwanego.

Pozwany kwestionował poprawność wyliczeń, jednak zastrzeżenia pozwanego w zasadzie sprowadzały się do tego, że jednostronnie – nie odwołując się choćby do wiedzy specjalistycznej jakiegokolwiek osoby czy podmiotu, która taką wiedzę posiada – wskazywał, które dane biegły powinien brać pod uwagę, w jaki sposób, oraz jak to powinno wpływać na wycenę. Tymczasem biegły, jako specjalista, posługujący się metodami szacowania powszechnie uznawanymi za poprawne, w sposób oczywisty posługiwał się tymi danymi, które z punktu widzenia danej metody mają znaczenie dla ustalenia ostatecznej wartości wyceny, co biegły z resztą podkreślał w swojej opinii (jak również opiniach uzupełniających) i wyjaśniał szczegółowo, dlaczego przyjął do wyceny określone dane i jaki miało to wpływ na wycenę, każdorazowo kategorycznie stając na stanowisku, że wycena jest poprawna z punktu widzenia metodologicznego.

Sąd oddalił wniosek o przeprowadzenie dowodu z opinii innego biegłego sądowego na mocy art. 271 § 3 k.p.c.

Sąd uwzględnił powództwo i orzekł jak w punkcie pierwszym wyroku na mocy art. 83 OfertPublU w zw. z art. 79 ust. 1 pkt. 2) OfertPublU.

Powód realizując w wezwaniach z dnia 6 kwietnia 2016 r. oraz dnia 20 kwietnia 2016 r. uprawnienie wynikające z przepisu z art. 83 ust. 1 OfertPublU, nabył według treści art. 83 ust. 4 OfertPublU w zw. z art. 79 ust. 1 pkt. 2) OfertPublU prawo do 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 według treści opinii biegłego sądowego, nie była ceną godziwą. Do zapłaty pozostawała różnica w wysokości 85.116,80 zł (531.980 akcji x 0,36 zł = 191.512,80 zł; 191.512,80 zł – 106.396 zł = 85.116,80 zł).

O odsetkach ustawowych za opóźnienie Sąd orzekł na mocy art. 83 ust. 2 OfertPublU w zw. z art. 481 § 1 i 2 k.c. w zw. z art. 111 § 2 k.c. i 115 k.c.

Powód wezwał pozwaną do wykupienia posiadanych przez niego 400.000 akcji pismem z dnia 6 kwietnia 2016 r.

Żądanie powoda zostało doręczone pozwanej najpóźniej w dniu 20 kwietnia 2016 r., kiedy udzieliła na nie odpowiedzi według treści pisma z dnia 20 kwietnia 2016 r.

Przepis z art. 83 ust. 2 OfertPublU określa termin ustawowy uczynienia zadość żądania powoda. Wskazuje on na obowiązek zapłaty w terminie 30 dni od dnia zgłoszenia żądania wykupu. Mając na względzie art. 111 § 2 k.c., termin 30 dni kończył się z dniem 21 maja 2016 r. Pozwana pozostawała w opóźnieniu w zapłacie od dnia 22 maja 2016 r.

Kolejne wezwanie do wykupienia posiadanych akcji powód zawarł w piśmie z dnia 20 kwietnia 2016 r. Przyjmując czas wynikający z obrotu korespondencji (14 dni, tożsamy z doręczeniem pierwszego wezwania z dnia 6 kwietnia 2016 r.), pozwana otrzymała je w dniu 4 maja 2016 r. Termin 30-dniowy na uczynienie zadość żądaniu powoda mijał z dniem 4 czerwca 2016 r. Pozwana pozostawała w opóźnieniu z zapłatą od dnia 5 czerwca 2016 r.

Sąd nie podzielił argumentacji powoda, by odsetki za opóźnienie liczyć od dat wskazanych według żądania pozwu. Dla skuteczności żądania wykupienia akcji po cenie godziwej niezbędnym jest w ocenie Sądu doręczenie dłużnikowi takiego żądania. Ono warunkuje postawienie dłużnikowi zarzutu pozostawania w opóźnieniu w spełnieniu świadczenia, do którego został wezwany. Dlatego Sąd na mocy art. 481 § 1 k.c. oddalił żądanie pozwu w części odnoszącej się do odsetek ustawowych za opóźnienie.

Sąd umorzył postępowanie co do kwoty 26.599 zł, co do której powód cofnął pozew i zrzekł się roszczenia. Podstawę prawną orzeczenia w tym zakresie stanowił przepis z art. 355 k.p.c. w zw. z art. 203 § 1 k.p.c.

O kosztach procesu Sąd orzekł na mocy art. 100 zdanie 1 k.p.c. w zw. z § 2 pkt 6 w zw. z art. 15 ust. 3 rozporządzenia Ministra Sprawiedliwości z dnia 22 października 2015 r. w sprawie opłat za czynności adwokackie w zw. z § 2 rozporządzenia Ministra Sprawiedliwości z dnia 3 października 2016 r., zmieniającego rozporządzenie w sprawie opłat za czynności adwokackie.

Pozwany wniósł apelację od wyroku Sądu Okręgowego, zaskarżając orzeczenie zawarte w punkcie pierwszym i czwartym i zarzucając naruszenie:

- art. 278 § 1 k.p.c. przez potraktowanie wypowiedzi biegłego w kwestiach związanych z wykładnią prawa, w szczególności art. 28 ust. 6 zd. 2 ustawy z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości (Dz.U. z 1994 r., Nr 121 poz. 591 ze zm.) za dowód w sprawie i niedokonanie samodzielnej wykładni pojęcia „rynku aktywnego”, co miało kluczowe znaczenie dla oceny, czy cena przymusowego wykupu akcji (...) S.A. odzwierciedlała ich wartość godziwą,
- art. 233 § 1 k.p.c. przez pominięcie dowodu w postaci pisma KNF z dnia 26 września 2016 r., z którego wynika poparcie dla tezy, że alternatywny system obrotu NewConnect był rynkiem aktywnym dla akcji (...),
- art. 233 § 1 k.p.c. przez bezkrytyczne oparcie rozstrzygnięcia na wnioskach płynących z opinii biegłego sądowego D. S. i niezasadną ocenę opinii jako jednoznaczna i stanowcza, podczas gdy wycena akcji (...) S.A. metodą DCF została sporządzona dwuwariantowo, a w przedmiocie wyceny metody mnożnikowej biegły ostatecznie uznał część zastrzeżeń pozwanego za zasadne – w szczególności dotyczących metodologii jej sporządzenia – lecz nie skorygował wyceny w tym zakresie,
- art. 28 ust. 6 zd. 2 ustawy z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości przez jego niezastosowanie.

Wskazując na powyższe zarzuty, pozwany wniósł o zmianę wyroku i oddalenie powództwa w całości oraz zasądzenie od powoda na rzecz pozwanego zwrotu kosztów postępowania apelacyjnego, w tym kosztów zastępstwa procesowego według norm przepisanych.

Pozwany wniósł na podstawie art. 380 k.p.c. o poddanie kontroli instancyjnej postanowienia Sądu Okręgowego z dnia 16 października 2019 r. w przedmiocie oddalenia wniosku pozwanego o dopuszczenie i przeprowadzenie dowodu z opinii innego biegłego sądowego lub uzupełnienie opinii. Wniósł również o przeprowadzenie dowodu z opinii biegłego sądowego o specjalizacji w zakresie papierów wartościowych i rynku kapitałowego celem ustalenia, czy rynek

notowań akcji spółki (...) S.A. był głównym rynkiem notowań dla tych akcji i czy spełniał kryteria rynku aktywnego w rozumieniu obowiązujących przepisów prawa, które przepisy wskaże biegłemu Sąd w wyniku dokonanej wykładni prawa.

Powód w odpowiedzi na apelację pozwanego wniósł o oddalenie apelacji jako oczywiście bezzasadnej i zasądzenie kosztów postępowania apelacyjnego.

Powód natomiast wniósł zażalenie na rozstrzygnięcie o kosztach postępowania zawarte w punkcie czwartym wyroku, wnosząc o jego zmianę poprzez zasądzenie na jego rzecz kwoty 23.191,29 zł wraz z odsetkami za opóźnienie od kwoty 7.277,82 zł.

Pozwany wniósł o oddalenie zażalenia.

### **Sąd Apelacyjny zważył, co następuje.**

Apelacja zasługiwała na uwzględnienie.

Sąd Apelacyjny podziela ustalenia faktyczne poczynione przez Sąd pierwszej instancji co do chronologii wydarzeń, co tym samym zwalnia z obowiązku ich ponownego przytaczania; Sąd Okręgowy słusznie przy tym zauważył, że stan faktyczny w rozpoznawanej sprawie co do zasady był niesporny, w tym co do tego, iż przymusowy wykup akcji akcjonariuszy mniejszościowych (w tym powoda) nastąpił po cenie 0,20 zł za akcję. Spór stron ogniskował się wokół kwestii, czy cena ta odpowiadała wartości godziwej akcji na dzień ich przymusowego wykupu.

Z tych względów Sąd Okręgowy uznał, że w sprawie zachodzi potrzeba pozyskania wiadomości specjalnych i dopuścił dowód z opinii biegłego z zakresu wyceny przedsiębiorstw, udziałów i akcji D. S. celem ustalenia, czy wskazana w żądaniu pozwanego przymusowego wykupienia akcji (...) S.A. kwota 0,20 zł za akcje była wartością godziwą, a jeżeli nie - to jaka powinna być ich wartość godziwa przy uwzględnieniu treści art. 79 ust. 1 pkt 2 OfertPublU. Wywody zawarte w opinii biegłego, kilkakrotnie uzupełnianej w formie pisemnej i ustnej, dały Sądowi a quo podstawę do przyjęcia, iż wartość godziwa akcji wynosiła 0,36 zł, co skutkowało następnie uwzględnieniem powództwa do kwoty, do której powód ograniczył żądanie.

Skarżący kwestionując powyższe stanowisko Sądu pierwszej instancji upatruje w tym naruszenia art. 278 § 1 k.p.c, gdyż jego zdaniem biegły w opinii zaaprobowanej przez Sąd wypowiedział się w kwestiach wykraczających poza jego kompetencje, to jest w kwestiach prawnych, przede wszystkim poprzez dokonanie wykładni pojęcia „rynku aktywnego” w odniesieniu do akcji (...) S.A.

Tak postawiony zarzut implikuje w pierwszym rzędzie konieczność dokonania oceny w postępowaniu apelacyjnym, czy rzeczywiście zagadnienia powierzone biegłemu wymagały dla ich rozstrzygnięcia wiadomości specjalnych - tylko bowiem w takiej sytuacji zgodnie z art. 278 § 1 k.p.c. usprawiedliwione jest dopuszczenie dowodu z opinii biegłego. Jak wskazuje się w orzecznictwie Sądu Najwyższego, wiadomości specjalne w rozumieniu art. 278 k.p.c. obejmują wiedzę z zakresu poszczególnych gałęzi nauki, techniki, sztuki, rzemiosła oraz wszelkich innych umiejętności, wykraczającą poza przeciętny poziom wiedzy osób nie będących specjalistami w danej dziedzinie. Pojęcie tych wiadomości jest więc pojęciem ocennym, a jego zakres ulega zmianie wraz z ogólnym postępowaniem wiedzy. Ziszczenie się przewidzianej w art. 278 k.p.c. przesłanki wymogu wiadomości specjalnych jest każdorazowo przedmiotem oceny sądu na tle okoliczności danego przypadku (por. postanowienie z dnia 27 kwietnia 2017 r., III CSK 341/16, LEX nr 2311191). Celem powołania dowodu z opinii biegłego nie jest więc ustalenie faktów istotnych dla rozstrzygnięcia, lecz udzielenie sądowi wiadomości specjalnych w takich kwestiach, których wyjaśnienie przekracza zakres wiedzy wynikający z doświadczenia życiowego osób posiadających wykształcenie ogólne. Nie jest natomiast takim celem rozstrzygnięcie zagadnień prawnych, ustalenie obowiązującego stanu prawnego lub zasad stosowania i wykładni prawa (por. wyrok z dnia 21 marca 2017 r., I CSK 447/15, LEX nr 2294412).

Mając powyższe na względzie, Sąd Apelacyjny uznał - odmiennie niż Sąd pierwszej instancji - iż w sprawie niniejszej nie uwidoczniła się potrzeba zasięgnięcia wiadomości specjalnych od biegłego celem ustalenia, czy pozwany zaproponował 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 dnia 26 kwietnia 2016 r., który – jak trafnie wytknął skarżący – został pominięty przez Sąd pierwszej instancji; zasadny okazał się więc zarzut apelacji dotyczący naruszenia art. 233 § 1 k.p.c. podniesiony między innymi w odniesieniu do tego właśnie dokumentu. Niewątpliwie stanowi on czytelne stanowisko instytucji powołanej do sprawowania nadzoru nad rynkiem finansowym, i wprawdzie nie jest ono wiążące dla sądu powszechnego, na co zwróciła uwagę Komisja w piśmie z dnia 26 kwietnia 2017 r. (k. 256-259), 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.

W piśmie tym stwierdzono wprost, jaki rynek Komisja uznaje za rynek aktywny dla akcji (...) S.A., a mianowicie - rynek New Connect, co z kolei determinowało dalszy sposób ustalania ich wartości godziwej, o czym również mowa w przywołanym piśmie.

Jak wynika przy tym ze wspomnianego pisma Komisji z dnia 10 kwietnia 2017 r., tego typu pisma stanowią wprawdzie niewiążącą opinię, jest ona jednak wyrazem wykładni prawa dokonywanej przez Urząd w celu przeciwdziałania powstawaniu sytuacji niezgodnych z prawem. Warto przy tym podkreślić ustawowe kompetencje Komisji Nadzoru Finansowego wymienionych w art. 4 ust. 1 ustawy z dnia 21 lipca 2008 r. o nadzorze finansowym (t.j. Dz. U. z 2002 r., poz. 180), to jest między innymi sprawowanie nadzoru nad rynkiem finansowym i podejmowanie działań służących prawidłowemu funkcjonowaniu rynku finansowego. Słusznie podkreśla skarżący w uzasadnieniu apelacji, że realizacja tych kompetencji obejmuje działania o charakterze władczym jak i niewładczym. Poprzez wystosowanie powyższego pisma Komisja wykonuje swoje uprawnienia celem harmonizacji rynku, zwiększenia jego stabilności i bezpieczeństwa uczestników. Jak określa to apelujący, 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. Zgodzić się więc należy z konkluzją apelującego, że tego rodzaju stanowiska mają niebagatelne znaczenie dla wykładni powszechnie obowiązujących przepisów prawa.

Nie sposób także 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 OfertPublU). Warto również wskazać, że Komisja za naruszenie zasad, o których mowa w art. 82 OfertPublU przy dokonywaniu przymusowego wykupu akcji może nałożyć karę pieniężną w wysokości nawet do 100.000 zł (art. 97 ust. 1 pkt 10a OfertPublU), a niewątpliwie kara taka nie została nałożona na pozwanego.

Konkludując - nawet zatem przy uwzględnieniu niewiążącego charakteru stanowiska pisma z dnia 26 kwietnia 2016 r., to mając na uwadze omówioną wyżej rolę Komisji Nadzoru Finansowego – nie sposób uznać, aby pozwany, oferując za wykupywane akcje (...) S.A. cenę uznawaną przez ten podmiot za odpowiadającą ich wartości godziwej, uchybił ciężącym na nim obowiązkom.

Natomiast pominięcie i zignorowanie przez Sąd a quo wspomnianego wyżej dokumentu KNF skutkowało powierzeniem ustalenia wartości godziwej akcji biegłemu w drodze opinii, która siłą rzeczy została oparta na pewnych teoretycznych założeniach i hipotezach. W konsekwencji jest to tylko pewna symulacja potencjału majątkowego akcji i każdorazowo ostateczne wnioski mogą kształtować się odmiennie, w zależności od przyjętych w danym wypadku metod badawczych – metody dochodowej czy też mnożnikowej, wreszcie od doboru spółek przyjętych do porównania w ramach stosowania metody mnożnikowej. Sam powód zdaje się mieć tego świadomość zaznaczając w uzasadnieniu pozwu, iż szacowanie wartości godziwej wymaga przyjęcia nieco sztucznych, idealnych założeń do abstrakcyjnej transakcji, która może nigdy nie wystąpiła.

Jednakże okoliczność, jaki hipotetyczny walor majątkowy kryły w sobie przedmiotowe te akcje nie ma znaczenia w niniejszym procesie, znaczenie bowiem miało wyłącznie ustalenie ich wartości godziwej dla potrzeb wykupu. Z



wyjaśnień instytucji powołanej do sprawowania nadzoru nad rynkiem finansowym jasno wynika, iż za wartość tę należy przyjmować wartość rynkową akcji ustaloną na ostatniej sesji na rynku New Connect (na którym wyłącznie była notowana spółka (...)) poprzedzającej ogłoszenie żądania przymusowego wykupu, pomniejszona o koszty związane z przeprowadzeniem transakcji, gdyby wartość ich była znacząca. Ustalenie to ma zatem nastąpić poprzez sięgnięcie do realnych, konkretnych danych dotyczących transakcji faktycznie zaistniałych.

Wywody Sądu Okręgowego zawarte w uzasadnieniu zaskarżonego wyroku są de facto odzwierciedleniem stanowiska biegłego i aprobatą przyjętych przezeń założeń i metod badawczych, co dało skarżącemu asumpt – w ramach zarzutu naruszenia art. 278 § 1 k.p.c. - wytknięcia Sądowi a quo zaniechania dokonania samodzielnie wykładni prawa - art. 28 ust. 6 zd. drugie ustawy o rachunkowości, zwłaszcza pojęcia rynku aktywnego. Rzecz jednak w tym, że istota sporu nie sprowadzała się do przesądzenia, jaki rynek mógł być uznany za rynek aktywny dla (...) S.A., lecz czy zaoferowana przez pozwanego cena z tytułu przymusowego wykupu akcji spełniała wymogi ich wartości godziwej, tę zaś kwestię wystarczająco wyjaśnia przywoływane wielokrotnie pismo Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 26 kwietnia 2016 r.

W konsekwencji wywody zawarte w opinii biegłego i polemika pozwanego z tą opinią nie mają żadnego znaczenia dla rozstrzygnięcia, a tym samym Sąd Apelacyjny nie dostrzegł potrzeby prowadzenia dalszego postępowania dowodowego, do czego zmierzał wniosek skarżącego o rozpoznanie w trybie art. 380 k.p.c. postanowienia Sądu pierwszej instancji z dnia 16 października 2019 r. oddalającego wniosek pozwanego o dopuszczenie dowodu z opinii biegłego z zakresu papierów wartościowych i rynku kapitałowego.

Podsumowując powyższe rozważania dojść należy do wniosku, iż roszczenie powoda o zapłatę wartości godziwej akcji wywodzone z art. 83 OfertPublU - tak bowiem powód ostatecznie je sformułował (vide: rozprawa z dnia 15 stycznia 2018 r. k. 183) i taką też podstawę przyjął Sąd Okręgowy - nie zasługuje na uwzględnienie. Uprawnienie przewidziane w tym przepisie jest lustrzanym odbiciem przepisu art. 82 OfertPublU i ma służyć swoistej równowadze pomiędzy sytuacją akcjonariuszy większościowych i sytuacją akcjonariuszy mniejszościowych, a sposób ustalania wartości akcji podlegających przymusowemu wykupowi w obu wypadkach jest tożsamy; podstawowym mechanizmem określającym sposób ustalenia ceny przymusowego odkupu są zasady wynikające z odesłania do regulacji art. 79 ust. 1–3 OfertPublU (por. komentarz A. Chłopecki, M. Dyl, LEX 2014).

Powód realizując w terminie ustawowym swoje uprawnienie zażądał wykupu akcji w cenie po 0,36 zł za akcję, a pozwany uczynił 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 pozwanemu żadnych zastrzeżeń; oczywiście teoretycznie możliwym było zaoferowanie przez pozwanego ceny powyżej ceny aprobowanej przez Komisję Nadzoru Finansowego (jak wynika z pisma z dnia 26 kwietnia 2016 r., był to poziom minimalny), jednak poprzestanie na cenie 0,20 zł za akcję nie może być interpretowane jako uchybienie prawom akcjonariuszy mniejszościowych. Nie można tracić z pola widzenia, iż cena ta została ustalona po wyrażeniu stanowiska przez Komisję Nadzoru Finansowego, pierwotnie bowiem pozwany proponował cenę 0,19 zł. Nawet jeśli pismo Komisji Nadzoru Finansowego nie stanowiło mechanizmu kontroli, na co zwracał uwagę powód odpierając argumentację pozwanego zawartą w odpowiedzi na pozew, to podmiot ten był wszakże obligatoryjnie powiadomiony o planowanym wykupie przymusowym, z tego tytułu zajął takie a nie inne stanowisko, i nie nałożył też żadnej kary na pozwanego. Pozwala to przyjąć, iż z punktu prawidłowości funkcjonowania rynku finansowego postępowanie pozwanego w procedurze wykupu odpowiadało panującym na nim standardom i uwzględniało wykładnię stosownych przepisów.

Mając powyższe rozważania na uwadze Sąd Apelacyjny zmienił zaskarżony wyrok na mocy art. 386 § 1 k.p.c. oddalając powództwo i obciążając powoda kosztami postępowania przed Sądem pierwszej instancji obejmującymi koszty zastępstwa procesowego wraz z opłatą skarbową od pełnomocnictwa (7.217 zł) oraz opłatę od skargi na orzeczenie referendarza sądowego z dnia 10 października 2018 r. w przedmiocie przyznania biegłemu wynagrodzenia (40 zł).

O kosztach postępowania apelacyjnego Sąd orzekł na mocy art. 98 k.p.c. w związku z art. 109 k.p.c. i rozporządzenia Ministra Sprawiedliwości z dnia 22 października 2015 r. w sprawie opłat za czynności adwokackie. Na koszty te składa się opłata od apelacji 4.256 zł oraz koszty zastępstwa procesowego 4.050 zł wraz z opłatą od pełnomocnictwa udzielonego w postępowaniu apelacyjnym.

Postępowanie wywołane zażaleniem powoda na rozstrzygnięcie o kosztach zawarte w zaskarżonym wyroku podlegało umorzeniu na mocy art. 355 § 1 k.p.c. w związku z art. 391 § 1 k.p.c. i art. 397 § 3 k.p.c., bowiem z uwagi na zmianę wyroku co do istoty sprawy orzekanie o kosztach postępowania należnych powodowi stało się bezprzedmiotowe.

SSA Piotr Daniszewski SSA Małgorzata Zwierzyńska SSA Zbigniew Merchel