

Sygn. akt I ACa 1211/17

WYROK

W IMIENIU RZECZYPOSPOLITEJ POLSKIEJ

Dnia 6 maja 2019 r.

Sąd Apelacyjny w Warszawie I Wydział Cywilny w składzie następującym:

Przewodniczący: SSA Beata Kozłowska (spr.)

Sędziowie: SA Katarzyna Jakubowska - Pogorzelska

SO del. Dagmara Olczak - Dąbrowska

Protokolant: Ignacy Osiński

po rozpoznaniu w dniu 25 kwietnia 2019 r. w Warszawie

na rozprawie

sprawy z powództwa M. A. (1)

przeciwko (...) spółce akcyjnej w W.

o zapłatę

na skutek apelacji powódki

od wyroku Sądu Okręgowego w Warszawie

z dnia 21 kwietnia 2017 r., sygn. akt I C 883/14

I. zmienia zaskarżony wyrok częściowo:

- w punkcie pierwszym w ten sposób, że zasądza od (...) spółki akcyjnej w W. na rzecz M. A. (1) kwotę 105 000 (sto pięć tysięcy) złotych z ustawowymi odsetkami za opóźnienie od dnia 11 lipca 2014 r. do dnia zapłaty,

- w punkcie drugim w ten sposób, że zasądza od (...) spółki akcyjnej w W. na rzecz M. A. (1) kwotę 5 250 (pięć tysięcy dwieście pięćdziesiąt) złotych tytułem z zwrotu kosztów procesu,

II. oddala apelację w pozostałym zakresie,

III. zasądza od (...) spółki akcyjnej w W. na rzecz M. A. (1) kwotę 5 250 (pięć tysięcy dwieście pięćdziesiąt) złotych tytułem zwrotu kosztów postępowania apelacyjnego.

z.za

Dagmara Olczak – Dąbrowska Beata Kozłowska Katarzyna Jakubowska – Pogorzelska

Sygn. akt I ACa 1211/17

UZASADNIENIE

Powódka M. A. (1) wniosła o zasądzenie od pozwanego (...) S.A. z siedzibą w W. kwoty 210 000 zł z ustawowymi odsetkami od dnia 11 lipca 2014 r. do dnia zapłaty oraz zasądzenie od pozwanego na rzecz powódki kosztów postępowania.

W uzasadnieniu powódka wskazała, iż dowiedziała się o ofercie nabycia obligacji od pozwanego i w odpowiedzi na otrzymaną od pozwanego ofertę powódka zdecydowała się na zakup 210 obligacji serii (...) i na ten cel przekazała pozwanemu kwotę 210 000 zł. Powódka utrzymywała, że złożyła dyspozycję nabycia obligacji w usprawiedliwionym przeświadczeniu, iż udział pozwanego w transakcji gwarantuje, że zostanie ona przeprowadzona prawidłowo. Powódka zarzuciła pozwanemu niepoinformowanie, że jego odpowiedzialność za przeprowadzenie emisji może zostać ograniczona, zarzuciła także niepoinformowanie powódki o stanie finansowym emitenta, nieprawidłowe przeprowadzenie emisji, niedochowanie należytej staranności, a także błędne poinformowanie, iż emisja obligacji została zabezpieczona poprzez ustanowienie hipoteki. Powódka wskazała alternatywne podstawy odpowiedzialności pozwanego – art. 471 k.c., art. 415 k.c. oraz art. 98 ust 5 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (dalej „ustawa o ofercie”).

Pozwany (...) S.A. z siedzibą w W. w odpowiedzi na pozew wniósł o oddalenie powództwa w całości oraz zasądzenie od powódki na rzecz pozwanego kosztów postępowania.

W uzasadnieniu pozwany podniósł, iż powódka była aktywnym inwestorem na rynku instrumentów finansowych. Znała bardzo dobrze emitenta – miała świadomość kondycji finansowej emitenta, jak również korzystała z instrumentów finansowych oferowanych przez inne podmioty za pośrednictwem pozwanego, mylnie jest tym samym przedstawienie powódki jako drobnego inwestora ulegającego namowom pozwanego. Pozwany wskazał także, iż powódka zdaje się nie rozróżniać ról emitenta i pozwanego jako pośrednika obrotu instrumentami finansowymi i związanego z tym zakresu odpowiedzialności. Nieuprawniony jest także, zdaniem pozwanego, zarzut naruszenia obowiązków informacyjnych przez pozwanego, bowiem wszystkie raporty dotyczące stanu emitenta są publiczne i każdy z inwestorów czy obligatariuszy mógł się z nimi zapoznać. Pozwany zaprzeczył, aby po jego stronie istniał obowiązek informowania powódki o zaistnieniu przesłanek przedterminowego wykupu obligacji. W odniesieniu do obowiązku zabezpieczenia emisji pozwany wskazał, iż zobowiązanie to leżało po stronie emitenta i zaktualizowało się dopiero po dojściu do skutku emisji. Nadto zaznaczył, że obowiązek ten dotyczy jedynie obligacji zabezpieczonych, podczas gdy obligacje emitenta serii (...) były obligacjami niezabezpieczonymi, a jedynie emitent zobowiązał się do ustanowienia już po emisji zabezpieczenia. Pozwany zaprzeczył także, aby przy emisji obligacji serii (...) doszło do naruszenia przez pozwanego przepisów prawa czy ustalonych zwyczajów. Pozwany wskazał także, iż pomiędzy stronami niniejszego postępowania nie powstał żaden stosunek obligacyjny, toteż brak jest podstaw do wysuwania żądań dotyczących ewentualnej odpowiedzialności pozwanego z tytułu niewykonania lub nienależytego wykonania umowy zawartej z powódką.

Wyrokiem z dnia 21 kwietnia 2017 r. Sąd Okręgowy w Warszawie:

I. oddalił powództwo,

II. zasądził od M. A. (1) na rzecz (...) S.A. w W. kwotę 7.217 zł tytułem zwrotu kosztów procesu.

Swe rozstrzygnięcie Sąd Okręgowy oparł na następujących ustaleniach faktycznych i następujących ocenach prawnych:

Pozwany (...) Spółka Akcyjna w W. (dalej (...)) jest firmą inwestycyjną w rozumieniu art. 3 ust. 33 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (dalej „ustawa o obrocie”), zajmującą się w ramach prowadzonej działalności gospodarczej m. in. świadczeniem usług pośrednictwa na rzecz emitentów papierów wartościowych w zakresie oferowania papierów wartościowych, w tym obligacji.

Spółka (...) S.A. w S. (zwana dalej również emitentem) w okresie od dnia 20 czerwca 2011 r. do dnia 20 listopada 2013 r. posiadała status spółki publicznej. Akcje spółki dopuszczone były do alternatywnego systemu obrotu (...) prowadzonego przez (...) S.A. (dalej (...)). Obligacje spółki (...) wprowadzone były do alternatywnego systemu obrotu (...), prowadzonego przez (...). W tym okresie emitent, jak i spółka od niego zależna - (...) spółka z ograniczoną odpowiedzialnością (dalej (...) sp. z o.o.) - przeprowadzili wiele emisji obligacji.

W latach 2010-2011 pozwany pełnił funkcję oferującego obligacje emitenta, które zostały w całości wykupione przez emitenta w terminie przewidzianym w warunkach emisji. Następnie, w okresie 2011-2013 (...) brał udział w emisji obligacji emitenta serii (...), serii (...), serii (...), które przeprowadzone były w trybie oferty publicznej stosownie do art. 7 ust. 3 pkt. 2 ustawy o ofercie, tj. kierowanej wyłącznie do inwestorów, z których każdy nabywa papiery wartościowe o wartości, liczonej według ich ceny emisyjnej lub ceny sprzedaży, co najmniej 50.000 euro w dniu ustalenia ceny. Emitent dokonał wykupu obligacji serii (...), serii (...), serii (...) oraz serii (...).

Po emisji serii (...) pozwana spółka zawiesiła swoją współpracę z emitentem wskutek powzięcia wiadomości o negatywnej kondycji spółki oraz konflikcie pomiędzy akcjonariuszami spółki. Pozwana skierowała do emitenta pytanie o nieprawidłowości. W międzyczasie dokonane zostały trzy emisje obligacji za pośrednictwem innego domu maklerskiego. Pozwana spółka podjęła ponownie współpracę z emitentem po przesłaniu przez niego wyjaśnień w zakresie sytuacji spółki oraz wobec nieszczęścia przez (...) postępowania w związku z zaistniałą w spółce sytuacją.

W kwietniu 2013 r. (...) przygotował ofertę publiczną nabycia rocznych obligacji odsetkowych na okaziciela serii (...) emitowanych przez emitenta. W ramach przygotowanej emisji (...) opracował dokumentację związaną z emisją oraz informacje o emitencie dla przyszłych inwestorów. (...) przygotował Propozycję Nabycia Obligacji oraz Warunki Emisji Obligacji. Emisja obligacji nastąpiła w trybie oferty publicznej w rozumieniu art. 3 ust. 3 ustawy o ofercie. Dokumenty te (...) opracował na podstawie danych udostępnionych przez emitenta.

Emisja obligacji serii (...) nie wymagała publicznego udostępniania prospektu emisyjnego ani memorandum informacyjnego. Podobnie jak w przypadku pozostałych emisji obligacji, emisja obligacji serii (...) kierowana była wyłącznie do inwestorów, z których każdy nabywa obligacje o wartości co najmniej 50.000 euro.

Stosownie do § 4 warunków emisji cel emisji nie został określony. § 13 warunków emisji określał, iż wykup obligacji nastąpić ma w dniu 24 kwietnia 2014 roku poprzez wypłatę obligatariuszom kwoty w wysokości równej wartości nominalnej obligacji, tj. 1 000 zł za sztukę. § 15 określał katalog przypadków, w których nastąpić mógł przedterminowy wykup obligacji przez emitenta na żądanie obligatariusza.

Zgodnie z brzmieniem § 18 warunków emisji do czasu ustanowienia zabezpieczenia, o którym mowa w § 19 warunków emisji, zobowiązania emitenta z tytułu obligacji stanowiły niezabezpieczone, niepodporządkowane i bezwarunkowe zobowiązania emitenta. Zgodnie z § 19 warunków emisji, w przypadku gdy emisja obligacji doszłaby do skutku, zabezpieczenie roszczeń obligatariuszy miało nastąpić poprzez ustanowienie w terminie 4 miesięcy od dnia emisji hipotek na rzecz obligatariuszy: w przypadku, gdy łączna wartość nominalna wyemitowanych obligacji będzie niższa niż 3 750 000 zł emitent zobowiązał się do doprowadzenia do ustanowienia hipoteki o wartości 5 000 000 zł na nieruchomościach zlokalizowanych w obrębie S., dla których Sąd Rejonowy w Bartoszycach V Wydział Ksiąg Wieczystych prowadził księgę wieczystą nr (...), nieruchomości położonych w obrębie O., dla których Sąd Rejonowy w Bartoszycach V Wydział Ksiąg Wieczystych prowadził księgę wieczystą nr (...) oraz na nieruchomości w obrębie D., dla której Sąd Rejonowy w Bartoszycach V Wydział Ksiąg Wieczystych prowadził księgę wieczystą nr (...), zaś w przypadku, gdy łączna wartość nominalna wyemitowanych obligacji przekroczyłaby 3 750 000 zł, wówczas emitent zobowiązał się do doprowadzenia do ustanowienia hipoteki o wartości 10 000 000 zł na ww. nieruchomościach oraz na nieruchomości rolnej położonej w miejscowości W., dla której prowadzona jest przez IX Wydział Ksiąg Wieczystych Sądu Rejonowego w Gryficach księga wieczysta o nr (...). Dodatkowo emitent zobowiązał się doprowadzić do tego, aby spółki zależne znajdujące się w posiadaniu ww. nieruchomości w terminie 2 miesięcy od dnia emisji poddały się rygorowi egzekucji w trybie art. 777 § 1 pkt 5 k.p.c. do maksymalnej wartości wynoszącej 100% wartości hipotek, które miały zostać ustanowione na tych nieruchomościach na rzecz obligatariuszy.

Emitent nie zrealizował zobowiązania wynikającego z § 19 warunków emisji do czasu ogłoszenia jego upadłości. (...), które miały być zabezpieczeniem serii (...), stanowiły już zabezpieczenie obligacji serii (...).

W okresie 2011-2013 osiągnięte przez emitenta przychody nie pokrywały kosztów działalności operacyjnej. Ponadto, w okresie tym spółka wykazywała stratę w działalności gospodarczej. W roku 2011 roku biegli rewidenci badający sprawozdania finansowe emitenta składali zastrzeżenia wskazując, iż wyniki finansowe spółki są zawyżone. W 2012 roku biegli rewidenci odmówili dokończenia badania sprawozdania finansowego spółki z uwagi na zastaną sytuację w spółce.

Powódka oraz jej mąż M. A. (2) od 2009 roku za pośrednictwem pozwanej spółki dokonywali inwestycji w papiery wartościowe. Oboje zwrócili się do pozwanej z prośbą o przesyłanie informacji dotyczących inwestycji. Nabycie obligacji serii (...) emitenta było kolejną inwestycją dokonaną przez powódkę i jej męża w instrumenty finansowe, w których nabyciu pośredniczyła pozwana spółka. Przed tą inwestycją powódka nabyła za pośrednictwem pozwanego domu maklerskiego 210 sztuk obligacji (...) S.A. serii (...) za kwotę 210 000 zł, 100 sztuk obligacji (...) S.A. serii (...) za kwotę 100 000 zł, 200 sztuk obligacji (...) S.A. serii (...) za kwotę 200 000 zł, 250 sztuk obligacji (...) S.A. za kwotę 250 000 zł, 210 sztuk obligacji spółki (...) Sp. z o.o. (...) za kwotę 210 000 zł, 250 sztuk obligacji spółki (...) S.A. za kwotę 250 000 zł oraz obligacje spółki (...) S.A.: 225 sztuk serii (...) za kwotę 225 000 zł oraz 250 sztuk serii (...) za kwotę 250 000 zł.

Każdorazowo pracownik pozwanej spółki – w przypadku powódki i jej męża był to najczęściej P. P. (2) – kontaktował się z potencjalnym inwestorem i przedstawiał dokumenty informujące o emisji, przygotowane przez pozwanego na podstawie dokumentów przedkładanych przez emitenta obligacji. Inwestorzy podejmowali samodzielnie decyzje o dokonaniu lub zaniechaniu inwestycji. Spośród ww. inwestycji tylko obligacje (...) serii (...) nie zostały wykupione.

W dniu 18 kwietnia 2013 r. P. P. (2) skontaktował się za pośrednictwem poczty elektronicznej z powódką i jej mężem w sprawie emisji obligacji (...) serii (...). Przedstawił on małżonkom zarys warunków emisji, a następnie wyciąg z warunków emisji w postaci jednostronicowego opisu. Warunki emisji oraz dokumenty obrazujące stan spółki były publicznie dostępne. Powódka i jej mąż zaznajomili się pobieżnie z przesłanych im treścią dokumentów. Obligacje serii (...) oprocentowane były na poziomie WIBOR 3m+6,5%, co było stawką wyższą niż przeciętne obligacje dostępne na rynku papierów wartościowych.

Powódka złożyła pozwanemu formularz przyjęcia propozycji nabycia 210 obligacji za łączną kwotę 210 000 zł. W pkt 3 tego dokumentu powódka oświadczyła o przyjęciu w pełni postanowień zawartych w Propozycji nabycia Obligacji oraz Warunkach Emisji Obligacji. W pkt 11 lit. C formularza zawarte było oświadczenie, że nabywając obligacje nabywca podejmuje własne, niezależne decyzje, w oparciu o własne rozeznanie lub porady własnych doradców, w tym co do tego, czy transakcja jest dla niej odpowiednia oraz nie kieruje się żadnymi informacjami przekazanymi mu (ustnie, pisemnie lub w jakiegokolwiek innej formie) przez oferującego lub emitenta w procesie oferowania obligacji, co oznacza, że informacji będących wyjaśnieniami dotyczącymi treści Propozycji Nabycia Obligacji lub Warunków Emisji Obligacji nie uważa za porady inwestycyjne lub rekomendacje nabycia. Powódka podpisała formularz.

W dniu 25 kwietnia 2013 r. powódka dokonała dyspozycji przelewu kwoty 210 000 zł na rachunek bankowy pozwanej spółki. W dniu 30 kwietnia 2013 roku powódka otrzymała zawiadomienie o dokonaniu przydziału obligacji serii (...).

W dniu 9 maja 2013 r., tj. po przeprowadzeniu emisji obligacji serii (...), do publicznej wiadomości podana została informacja o braku wykupu obligacji serii (...) przez emitenta.

Emitent utracił status spółki publicznej w związku z wykluczeniem akcji tej spółki z obrotu stosownie do uchwały Zarządu (...) S.A. nr (...) z dnia 2 października 2013 r., zmienionej uchwałą nr (...) Zarządu (...) S.A. z dnia 9 października 2013 r. stosownie do Regulaminu (...).

Sąd Rejonowy Gdańsk Północ w Gdańsku Wydział VI Gospodarczy postanowieniem z dnia 27 marca 2014 r. ogłosił upadłość dłużnika (...) S.A. obejmującą likwidację majątku dłużnika.

W dniu 17 maja 2013 r. powódka skierowała do emitenta wezwanie do przedterminowego wykupu obligacji serii (...) z dnia 17 maja 2013 r. Pismem z dnia 22 lipca 2013 r. emitent wskazał, iż brak jest podstaw prawnych do żądania przez powódkę przedterminowego wykupu 210 sztuk obligacji serii (...).

Powódka w dniu 3 lipca 2014 r. skierowała do pozwanego domu maklerskiego ostateczne przedsądowe wezwanie do zapłaty 210 000 zł. Pozwany odmówił spełnienia świadczenia z uwagi na to, iż w ocenie pozwanego stron nie łączył żaden stosunek prawny, który uzasadniałby obowiązek zwrotu ceny za nabycie obligacji.

Powódka i pozwany nie zawarli w formie pisemnej umowy o doradztwo inwestycyjne.

Sąd Okręgowy wyjaśnił, że ustalenia faktyczne poczynił na podstawie złożonych do akt sprawy dokumentów, w szczególności korespondencji między stronami, warunków emisji obligacji serii (...), formularzy przyjęcia oferty nabycia obligacji serii (...) oraz potwierdzenia przelewu ceny, uchwał Zarządu (...) S.A., orzeczeń sądowych, na podstawie zeznań świadków M. A. (2), P. P. (2), P. D. (1), Ł. K. (1) oraz na podstawie zeznań M. A. (1) oraz M. W. (1) przesłuchanych w charakterze strony.

Dokumenty złożone do akt sprawy Sąd uznał za wiarygodne.

Zeznania świadka P. D. (1) Sąd Okręgowy uznał za wiarygodne w zakresie, w jakim stały się one podstawą ustalenia stanu faktycznego. Zeznania świadka dotyczące kondycji spółki (...), jej powiązań z innymi podmiotami i nieprawidłowościami dotyczącymi innych działań spółki niż emisja obligacji serii (...) zostały przez Sąd pominięte jako niezwiązane ze sprawą. Sąd Okręgowy uznał w całości za wiarygodne zeznania świadka P. P. (2), także w tej części, w której świadek był przesłuchiwany informacyjnie jeszcze jako członek władz pozwanej spółki, bowiem zostały one potwierdzone w toku przesłuchania w dniu 22 lipca 2016 r.. Zeznania świadka były spójne, logiczne, znajdowały oparcie w pozostałej w pozostałej części materiału dowodowego. W analogiczny sposób ocenił Sąd zeznania świadka Ł. K. (1). Świadek w sposób przejrzysty, spójny i logiczny zaprezentował swoją wiedzę na temat okoliczności emisji obligacji serii (...), współpracy pozwanego z emitentem oraz relacji łączących strony niniejszego postępowania. Zeznania korespondowały z treścią innych dowodów, które Sąd uznał za wiarygodne w szczególności dowodów z dokumentów. Zeznania świadka M. A. (2) Sąd Okręgowy uznał za niewiarygodnie wyłącznie w części, w której świadek twierdził, iż nabycie obligacji nastąpiło bez możliwości zaznajomienia się z warunkami emisji i innymi istotnymi informacjami, a wyłącznie na podstawie rekomendacji, jaką miał udzielić świadek P. P. (2). Z materiału dowodowego wynika, iż powódka i świadek M. A. (2) mieli możliwość zaznajomienia się z warunkami emisji, które zostały im przekazane przez pozwanego dom maklerski, a nadto dokumenty te były publicznie dostępne.

W odniesieniu do dowodu z przesłuchania stron Sąd Okręgowy odmówił wiarygodności powódce w zakresie, w jakim powódka twierdziła, iż uzyskała zapewnienie, że obligacje są emitowane jako obligacje zabezpieczone, a także w zakresie, w jakim powódka utrzymywała, iż świadek P. P. (2) rekomendował jej oraz jej mężowi nabywanie konkretnych instrumentów, a także by pełnił rolę doradcy inwestycyjnego powódki i jej męża.

Twierdzenia M. W. (1) – prezesa zarządu pozwanej spółki, przesłuchanego w charakterze strony, Sąd Okręgowy uznał za wiarygodne, bowiem były one niesprzeczne z pozostałym materiałem dowodowym zgromadzonym w sprawie.

Sąd Okręgowy uznał, że powództwo nie zasługiwało na uwzględnienie.

Zdaniem Sądu Okręgowego w świetle zgromadzonego materiału dowodowego brak jest jakichkolwiek podstaw uzasadniających przypisanie pozwanej spółce odpowiedzialności za szkodę doznana przez powódkę.

Do oceny zakresu odpowiedzialności stron niniejszego postępowania konieczne jest ustalenie statusu powódki jako inwestora przy zakupie obligacji serii (...). Pozwany zaprzeczał, aby możliwe było przypisanie powódce statusu klienta detalicznego, a powódkę należałoby uznać za klienta profesjonalnego.

Sąd Okręgowy wskazał, że w świetle art. 3 ust. 39 b i c ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie w wersji aktualnej na dzień 25 kwietnia 2013 r. powódka nie spełniała przesłanki do uznania ją za podmiot profesjonalny. Wbrew twierdzeniom pozwanego, sam fakt doświadczenia na rynku finansowym zdobytego przy wcześniejszych transakcjach finansowych nie pozwala określić powódki jako podmiotu spełniającego przesłanki pozwalające uznać ją za klienta profesjonalnego.

Jednocześnie, zdaniem Sądu Okręgowego, dotychczasowe postępowanie powódki i jej męża, w szczególności posiadanie doświadczenia w innych, analogicznych transakcjach związanych z obrotem instrumentami finansowymi, nie może pozostawać bez związku dla oceny zachowania powódki i oceny dochowania przez nią należytej staranności przy obrocie obligacjami.

Sąd okręgowy uznał, że ze zgromadzonego materiału dowodowego wynika, iż powódka kierowała się wyłącznie własnymi decyzjami inwestycyjnymi – rozumianymi jako niekorzystanie z usług podmiotów świadczących profesjonalne usługi doradcze, których celem było osiągnięcie korzyści. Decyzje te powinny uwzględniać stopień ryzyka, jakie inwestor jest w stanie zaakceptować przy danym poziomie potencjalnego zysku. Dokonując natomiast za pośrednictwem (...) inwestycji znacznych kwot w instrumenty finansowe obarczone wyższym ryzykiem, ale i wyższym zyskiem, powódka (i jej mąż, jako że niejednokrotnie inwestycje czynione były w porozumieniu między małżonkami) musiała przewidywać możliwość poniesienia znaczącej straty w wyniku takiej inwestycji.

Brak oznaczenia celu emisji w propozycji nabycia obligacji (§ 4 warunków emisji), a także wskazanie, że obligacje są emitowane jako niezabezpieczone (§ 18 warunków emisji), powinny skłonić powódkę do gruntownego rozważenia ryzyka ekonomicznego.

Sąd Okręgowy podzielił wyrażony w literaturze pogląd, iż brak oznaczenia celu emisji obligacji osłabia ich funkcję gwarancyjną, bowiem środki uzyskane z emisji emitent może przeznaczyć na dowolny cel, niekoniecznie przynoszący efekty ekonomiczne. W krańcowym przypadku może to nawet uniemożliwić emitentowi realizację jego zobowiązań wynikających z obligacji. Brak oznaczenia celu emisji uniemożliwia potencjalnym obligatariuszom dokonanie oceny efektywności przedsięwzięcia, które miałyby być tym celem objęte (I. Weiss, Funkcje obligacji w: Prawo spółek z 2003 r., nr 6, str. 29). Powódka, mając już doświadczenie w podobnych transakcjach, mając świadomość istnienia pewnego rodzaju „sygnałów ostrzegawczych” podjęła ryzyko nabycia obligacji za kwotę 210 000 zł. Suma podjętych przez powódkę operacji na rynku finansowym w papiery wartościowe kilkunastokrotnie przewyższa wartość przedmiotu sporu w niniejszej sprawie. Co więcej, jak wynika z zeznań i pozostałego materiału dowodowego, dotychczasowe inwestycje powódki były co do zasady zakończone sukcesem, a jedyne niepowodzenia i związane z nimi straty wiązały się zakupem obligacji serii (...) oraz serii (...)S.A., tj. ostatnich transakcji dokonanych przez powódkę i jej męża.

Zdaniem Sądu Okręgowego brak podstaw do przyjęcia, iż powódkę oraz pozwaną spółkę łączył stosunek umowny, który modyfikowałby obowiązki informacyjne stron niniejszego postępowania przy okazji emisji obligacji w ofercie publicznej. W szczególności brak podstaw do przyjęcia, iż między stronami zawarta została w sposób dorozumiany umowa o świadczenie usług doradztwa inwestycyjnego. W świetle materiału dowodowego nie można stwierdzić, że doszło do zawarcia tego rodzaju stosunku umownego pomiędzy stronami. W toku sprawy nie zostało przez powódkę wykazane, by pozwana spółka przekazywała powódce i jej mężowi rekomendacje dotyczące proponowanych obligacji, czy też, aby materiały przekazywane zgodnie z zasadami emisji obligacji w ofercie publicznej były przez pracowników pozwanej spółki wartościowane w taki sposób, aby wpłynąć na decyzję powódki w przedmiocie realizacji inwestycji. Powódka i jej mąż byli osobami posiadającymi doświadczenie związane z inwestycjami w papiery wartościowe, z sukcesem dokonali wcześniej transakcji na sumy znacząco przekraczające wartość przedmiotu niniejszego sporu. Brak jakichkolwiek dowodów uzasadniających przyjęcie, iż działania pozwanej spółki wykraczały poza wskazany

jako przyjęty schemat prezentacji wyciągu z warunków emisji poszerzonego ewentualnie o wyjaśnienie wątpliwości potencjalnego inwestora bez wartościowania ich jednak, czy wartościowania szans powodzenia samej inwestycji.

Pozwany dom maklerski był jedynie podmiotem pośredniczącym w emisji obligacji, podczas gdy emitentem pozostawała (...) S.A. i wszelkie stosunki zobowiązaniowe dotyczące roszczeń z tytułu emitowanych obligacji powstawały wyłącznie między emitentem a inwestorami.

Podstawą udziału pozwanego w emisji obligacji była umowa o oferowanie instrumentów finansowych. Pośrednictwo domu maklerskiego w oferowaniu instrumentów finansowych objętych ofertą publiczną – jak to miało miejsce w niniejszej sprawie – ma charakter pośrednictwa przymusowego na podstawie przepisów ustawy o ofercie.

Jako niesłuszny Sąd Okręgowy ocenił zarzut powódki, iż pozwany ponosi odpowiedzialność za to, iż w istocie nie doszło do emisji obligacji, bowiem w przypadku obligacji niemających formy dokumentu proces ich powstawania uległby zakończeniu dopiero w momencie rejestracji obligacji w Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych. Powódka wywodziła, iż pozwany, jako podmiot odpowiedzialny za emisję i pozyskanie środków z emisji, odpowiada również za niezakończenie emisji.

Zgodnie z przedłożonymi warunkami emisji obligacji serii (...) emitent zobowiązał się do złożenia niezwłocznie po przydziale obligacji stosownych dokumentów do Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych. Fakt, że na mocy umowy pomiędzy pozwanym a emitentem emitent zlecał tę czynność pozwanemu, rodzić może wyłącznie odpowiedzialność pozwanego względem emitenta w przypadku nienależytego wykonania tegoż zobowiązania, co jednak, jak wynika ze zgromadzonego materiału dowodowego, nie miało miejsca w ustalonym przez Sąd stanie faktycznym.

Sąd Okręgowy wskazał, że w momencie złożenia pozwanemu formularza przyjęcia oferty i uiszczenia ceny, a w konsekwencji tego, zawiadomienia powódki o przydziale obligacji, między powódką a emitentem - (...) S.A. - powstał stosunek zobowiązaniowy, a zakres tego stosunku wyznaczała dokumentacja emisji obligacji, w tym warunki emisji. Już w wyniku przydziału powódka miała możliwość żądania od emitenta wykupu obligacji, a emitent był zobowiązany do ich wykupu i zapłaty odsetek, o ile ziszczyłyby się warunki postawienia obligacji w stan wymagalności, określone warunkami emisji. Tym samym brak dematerializacji obligacji, czy też niedokończenie procesu ich rejestracji nie miało wpływu na zakres odpowiedzialności emitenta względem obligatariuszy. Sama dematerializacja bowiem skutkuje wyłącznie powstaniem obligacji jako papieru wartościowego w rozumieniu przepisów ustawy o obligacjach.

Jako niezasadną Sąd Okręgowy ocenił także argumentację powódki dotyczącą ewentualnej odpowiedzialności pozwanego domu maklerskiego za niepoinformowanie powódki o złym stanie finansowym emitenta w sytuacji, gdy powódka i pozwany pozostawali w stałym kontakcie przed złożeniem przez powódkę formularza przyjęcia propozycji nabycia obligacji.

Sąd Okręgowy dostrzegł, że oferta emisji obligacji serii (...) była ofertą publiczną, a dane dotyczące kondycji finansowej emitenta były publicznie dostępne. Jak wynika z zeznań powódki oraz świadka M. A. (2) – męża powódki, już w przeszłości powódka dokonywała inwestycji w obligacje emitenta z pozytywnym skutkiem. Ponadto powódka zaznajomiła się z dokumentami obrazującymi kondycję spółki przed wystosowaniem przyjęcia oferty nabycia obligacji. Okoliczność, iż dokonała tej analizy wyłącznie pobieżnie, nie zapoznając się gruntownie z publicznie dostępnymi warunkami emisji, nie może być uznane za źródło ewentualnej odpowiedzialności pozwanego za niedoinformowanie powódki co do warunków emisji, w szczególności warunków ustanowienia zabezpieczenia obligacji. Wprawdzie powódka nie może być traktowana jako inwestor profesjonalny, jednakże sam fakt posiadanego przez nią doświadczenia nakazywałby wymagać od powódki dochowania pewnego poziomu staranności przy dokonywaniu inwestycji. Wreszcie należy podnieść, iż powódka, jako inwestor posiadający pewne doświadczenie na rynku finansowym, miała możliwość oceny w sposób prawidłowy kondycji emitenta na podstawie okoliczności powołanych jak wyżej, tj. chociażby ponadprzeciętnego oprocentowania, czy braku określenia w warunkach emisji celu emisji obligacji.

Co więcej, ze zgromadzonego materiału dowodowego wynika, iż pozwany dokonał z własnej inicjatywy oceny zdolności emisyjnej emitenta. W 2012 roku po wyemitowaniu obligacji serii (...) pozwany zawiesił współpracę z (...) z uwagi na powzięte informacje dotyczące nieprawidłowości w spółce oraz konfliktu akcjonariuszy. Z korespondencji pomiędzy (...) a pozwanym domem maklerskim wynika, iż wątpliwości pozwanego zostały wyjaśnione, a pewnego rodzaju dorozumianym potwierdzeniem pozytywnej kondycji emitenta było wyemitowanie przez niego trzech serii obligacji przez inny dom maklerski oraz okoliczność, iż (...) nie wszczęła postępowania przeciwko (...) w związku z kolejnymi emisjami obligacji. Informacja o niewykupieniu przez (...) obligacji serii (...) została upubliczniona już po dokonaniu emisji obligacji serii (...), toteż nie mogła ona rzutować na działanie pozwanego w trakcie pośredniczenia w emisji obligacji serii.(...).

Sąd Okręgowy, uznał, że o braku odpowiedzialności domu maklerskiego przesadza treść art. 156 ust. 1 lit. d ustawy o obrocie instrumentami finansowymi przewidujący zakaz wykorzystywania informacji poufnej. Stosownie do art. 156 ust. 2 tej ustawy osoby, o których mowa w ust. 1, nie mogą ujawniać informacji poufnej, udzielać rekomendacji lub nakłaniać inną osobę na podstawie informacji poufnej do nabycia lub zbycia instrumentów finansowych, których dotyczy ta informacja.

Sąd Okręgowy uznał, że żaden przepis prawa powszechnie obowiązującego nie zobowiązuje domu maklerskiego, jako pośrednika w obrocie papierami wartościowymi, do ujawniania informacji o emitencie, które wykraczałyby poza dane ogólnodostępne i tym samym wpływałyby na zachowanie potencjalnego inwestora, czy to poprzez zaangażowanie większych środków na zakup papierów wartościowych czy też zaniechanie podejmowania inwestycji.

Nie bez znaczenia, zdaniem Sądu Okręgowego, dla oceny zachowania powódki ma wreszcie złożone przez nią oświadczenie zawarte w formularzu przyjęcia propozycji nabycia obligacji. Powódka wskazała w nim, że zapoznała się z treścią propozycji, warunkami emisji. Oświadczyła, że jest świadoma co do charakteru transakcji oraz że emitent udostępnił jej wszelkie niezbędne informacje. Równocześnie powódka nie przedstawiła żadnych argumentów pozwalających na podważenie złożonego oświadczenia jako wywołującego określone skutki prawne.

Zdaniem Sądu Okręgowego analizy również wymaga stawiany przez powódkę zarzut, jakoby pozwany wprowadził powódkę w błąd w odniesieniu do zabezpieczenia emisji poprzez ustanowienie hipoteki na nieruchomościach opisanych w warunkach emisji. Powódka podnosi, iż w treści wiadomości przesłanej w dniu 18 kwietnia 2013 roku mowa jest o zabezpieczonej obligacji, co mogłoby sugerować, iż emisja obligacji zostanie zabezpieczona jeszcze przed wyemitowaniem obligacji poprzez ustanowienie hipoteki na rzecz przyszłych obligatariuszy.

W ocenie Sądu Okręgowego krótka informacja zawarta w sporządzonej przez świadka P. P. (2) w dniu 18 kwietnia 2013 r. wiadomości nie może stanowić wyłącznej podstawy do przyjęcia, iż pozwany gwarantował powódce, że emisja obligacji serii (...) jest emisją obligacji zabezpieczonych. Wiadomość wysłana powódce przez świadka P. P. (2) nie była bowiem jedyną formą wymiany informacji między stronami, której efektem było przyjęcie oferty nabycia obligacji przez powódkę.

Istotne z punktu widzenia przedmiotowej sprawy jest przede wszystkim to, iż podstawowym dokumentem określającym prawa i obowiązki stron stosunku zobowiązaniowego związanego z emisją obligacji są warunki emisji. Zgodnie z treścią tychże warunków obligacje do czasu ustanowienia zabezpieczenia, o którym mowa w § 19 warunków emisji zobowiązania emitenta z tytułu obligacji stanowiły niezabezpieczone, niepodporządkowane i bezwarunkowe zobowiązania emitenta. W § 19 warunków emisji emitent zobowiązywał się do ustanowienia zabezpieczenia w postaci hipoteki w ciągu 4 miesięcy od dojścia emisji do skutku. Treść zobowiązania jest jednoznaczna i nie pozostawia pola do interpretacji. Nie powielając wcześniejszych rozważań dotyczących statusu powódki jako inwestora oraz jej doświadczenia w obrocie instrumentami finansowymi, należy wskazać, iż przy prawidłowym rozeznaniu i dochowaniu wymaganej w takich sytuacjach staranności u powódki nie powinno powstać przypuszczenie dotyczące innej formy zabezpieczenia obligacji, niż zostało to zawarte w treści warunków emisji. Istotnie, z treści § 19 warunków emisji wynika, iż zamiarem emitenta było ustanowienie zabezpieczenia, jednakże, jak już wskazano, zgodnie z § 18 warunków emisji do czasu ustanowienia zabezpieczenia obligacje emitowane były jako niezabezpieczone.

Zdaniem Sądu Okręgowego odpowiedzialność z tytułu niewykonania zobowiązania ustanowienia zabezpieczenia spoczywa na emitencie, który jest stroną stosunku zobowiązaniowego ukształtowanego w momencie przypisania powódce obligacji serii (...). Żaden przepis prawa powszechnie obowiązującego, ani też – w świetle zgromadzonego materiału dowodowego jakkolwiek stosunek prawny łączący pozwanego z emitentem, nie kreuje po stronie pozwanego odpowiedzialności za niewykonanie lub nienależyte wykonanie zobowiązań przez emitenta, które zostałyby zawarte w warunkach emisji.

W ocenie Sądu Okręgowego bez znaczenia w niniejszej sprawie pozostaje rzeczywista wartość nieruchomości, które miały stanowić przedmiot zabezpieczenia, bądź też stosunki właścicielskie dotyczące nieruchomości mających stanowić przedmiot zabezpieczenia. W treści warunków emisji zostały oznaczone konkretne nieruchomości, dla których prowadzone były księgi wieczyste. Tym samym ocena skuteczności ustanowionego ewentualnie zabezpieczenia powinna być dokonana przez inwestora na etapie podejmowania decyzji o dokonaniu inwestycji. W przypadku inwestora posiadającego pewne doświadczenie z obrotem papierami wartościowymi jednoznacznie sformułowanych warunków emisji obligacji nie powinna stanowić źródła interpretacji sprzecznych z literalnym brzmieniem postanowień warunków emisji.

Mając powyższe na uwadze, zdaniem Sądu Okręgowego, zachowanie pozwanego, niezależnie od braku podstaw do odpowiedzialności kontraktowej pozwanej, nie miało charakteru czynu bezprawnego. W toku postępowania nie zostało wykazane, aby pozwany w związku z pośrednictwem w emisji obligacji serii (...) naruszył swoim zachowaniem jakkolwiek wiążący pozwanego przepis prawa powszechnie obowiązującego.

Dla przyjęcia odpowiedzialności osoby prawnej za szkodę wyrządzoną czynem niedozwolonym na podstawie art. 416 k.c. muszą być spełnione następujące przesłanki, to jest: szkoda, wina, którą można przypisać sprawcy zdarzenia i wreszcie związek przyczynowy pomiędzy szkodą a bezprawnym zachowaniem się sprawcy.

Brak możliwości przypisania pozwanemu bezprawności działania przesądza o braku odpowiedzialności deliktowej pozwanego bez potrzeby oceny wykazania istnienia pozostałych przesłanek odpowiedzialności odszkodowawczej.

Z tych powodów Sąd Okręgowy powództwo oddalił.

Apelację od tego wyroku wniosła powódka.

Zaskarżając wyrok w całości, powódka zarzuciła:

I. Naruszenie przepisów postępowania mające wpływ na wynik sprawy w postaci:

1. nierozpoznanie istoty sprawy poprzez:

a.. brak rozważenia przez Sąd Okręgowy możliwej odpowiedzialności pozwanego na podstawie:

- art. 98 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz spółkach publicznych (tj. Dz. U. z 2009 r., Nr 185, poz. 1539; zwana dalej „ustawą o ofercie”), art. 484 k.s.h., art. 415 k.c.,

b. skupienie przy ocenie zasadności żądania na podstawie art. 415 w zw. z art. 416 k.c. na działaniach i zaniechaniach powódki zamiast na działaniach i zaniechaniach pozwanego, co w istocie skutkowało orzeczeniem „obok” żądania powódki, gdyż stanowiło w istocie ocenę działań i zaniechań powódki, a nie działań i zaniechań pozwanego,

2. naruszenia art. 233 § 1 k.p.c. poprzez:

a. arbitralne, niewyjaśnione w uzasadnieniu orzeczenia, pominięcie części materiału dowodowego zgromadzonych w niniejszej sprawie w postaci:

- wydruku wiadomości e-mail wysłanej przez Ł. K. (1) do J. D. w dniu 15 maja 2013 r.,
- pisma dyrektora Działu Operacyjnego (...) K. O. z dnia 29 maja 2013 r., znak (...),
- pisma P. D. (1) do Zarządu (...) S.A. z dnia 24 kwietnia 2013 r.,

co doprowadziło do ustalenia niepełnego stanu faktycznego i w konsekwencji mogło mieć wpływ na rozstrzygnięcie zawarte w wyroku, gdyż nie ustalono wielu okoliczności relewantnych dla odpowiedzialności kontraktowej, prospektowej, jak i deliktowej pozwanego,

b. pominięcie przy ustalaniu stanu faktycznego, iż:

- treści uznanych za wiarygodne w całości zeznań P. P. (2) złożonych w trakcie przesłuchania informacyjnego na rozprawie w dniu 11 lutego 2015 r. i podtrzymanych w dalszym etapie postępowania, iż w ramach wcześniejszej współpracy z powódką i jej małżonkiem przygotowywał transakcje, które były wykonane „tylko dla Państwa A.” i były robione „na zamówienie klientów”, a także prezes pozwanego M. W. (2) przygotowywał prezentacje dla powódki, które to okoliczności mogły mieć istotne znaczenie dla ustalenia odpowiedzialności pozwanego, w szczególności w zakresie odpowiedzialności ex contractu,

- w momencie emisji obligacji serii (...) naruszone były konwenanty zawarte w emisjach wcześniejszej serii (...) co wiązało się z faktem, iż przesłanki przedterminowego wykupu obligacji na żądanie obligatariusza spełnione były już w dacie emisji, gdyż:

- emitent utracił udziały w spółce (...) Sp. z o.o. - ich posiadanie było podstawowym konwenantem emisji serii (...), z kolei naruszenie konwenantów poprzednich emisji stanowiło jednocześnie naruszenie warunków emisji serii (...) — była to okoliczność znana pozwanemu (pisma P. D. (1) oraz A. S., zeznania P. D. (1));
- obligacje serii (...) nabyte przez (...) sp. z o.o. zostały postawione w stan wymagalności;
- przekroczony został maksymalny wskaźnik zadłużenia emitenta (relacja długu netto do kapitału własnego wynosiła 1,9 przy dopuszczalnym wskaźniku 1,5),

- pominięcie wynikających z załączonej do niniejszej sprawy korespondencji mailowej pomiędzy Panem M. N. a P. P. (2), z której wynika, iż pozwany dokonywał analizy wskaźnikowej (...) S.A. i miał świadomość, iż dane ekonomiczne o spółce mogą wskazywać na brak płynności emitenta,

c. błędne uznanie za niewiarygodne zeznań powódki M. A. (1) w części, w której powódka wskazała, iż:

- uzyskała zapewnienie, iż obligacje emitowane przez (...) S.A. są obligacjami zabezpieczonymi, w sytuacji gdy twierdzenia te zgodne są z wiadomością mailową otrzymaną przez powódkę od P. P. (2), a fakt postrzegania przez pozwanego (jego pracowników/członków organów) obligacji jako zabezpieczonych wprost wynika m.in. z zeznań Ł. K. (1) złożonych w charakterze świadka na rozprawie w dniu 3 lutego 2017 r., który wprost identyfikował obligacje serii (...), jako zabezpieczane na nieruchomości,

- świadek P. P. (2) rekomendował jej oraz jej mężowi nabywanie konkretnych instrumentów finansowanych, a także pełnił rolę doradcy inwestycyjnego powódki i męża, w sytuacji gdy oświadczenia te w pełni korespondują z uznanymi za wiarygodne twierdzeniami przedstawionymi przez P. P. (2) w trakcie informacyjnego przesłuchania stron a dotyczącego wcześniejszej współpracy stron,

3.. naruszenie art. 233 § 1 k.p.c. w zw. z art. 227 k.p.c. poprzez sprzeczne z zasadami logiki i doświadczenia życiowego przyjęcie, iż:

a.. zeznania świadka P. D. (1) dotyczące kondycji spółki (...) S.A., jej powiązań z innymi podmiotami i nieprawidłowościami dotyczącymi innych działań spółki niż emisja obligacji serii (...), są nieistotne z punktu widzenia niniejszej sprawy, w sytuacji gdy zeznania te mogą być istotne z punktu widzenia ogólnej odpowiedzialności deliktowej pozwanego związanej z przygotowaniem i oferowaniem emisji obligacji w sytuacji posiadania przez pozwanego wiedzy o nieprawidłowościach występujących w spółce, a także jej złej kondycji ekonomicznej, która mogła skutkować dużym ryzykiem doznania szkód przez potencjalnych inwestorów,

b.. bez znaczenia dla rozstrzygnięcia niniejszej sprawy pozostaje „rzeczywista wartość nieruchomości, które miały stanowić przedmiot zabezpieczenia, bądź też stosunki właścicielskie dotyczące nieruchomości mających stanowić przedmiot zabezpieczenia”, w sytuacji gdy przedmiot zabezpieczenia, struktura właścicielska tego przedmiotu, a także pierwszeństwo hipotek ma pierwszorzędne znaczenie przy ocenie ryzyka danej inwestycji, a więc także i przy podejmowaniu decyzji o zainwestowaniu środków w dany instrument finansowy,

4.. naruszenia art. 236 k.p.c. poprzez brak formalnego dopuszczenia dowodów z dokumentów i innych źródeł dowodowych, zgromadzonych w niniejszym postępowaniu, co uniemożliwiło powodowi ocenę, jakie dowody stanowiły materiał dowodowy na podstawie, którego Sąd dokonał ustaleń faktycznych, naruszyło zasadę lojalności procesowej, równości, kontryktoryjności i dyspozycyjności i w konsekwencji mogło mieć wpływ na treść orzeczenia.

II. Naruszenie prawa materialnego w postaci:

naruszenia art. 415 k.c. w zw. z art. 416 k.c. poprzez ich błędną wykładnię i przyjęcie, iż podstawą odpowiedzialności pozwanego może być jedynie takie działanie bezprawne, którego istotą jest sprzeczność z „normą zakazującą albo nakazującą określone zachowanie”, która, co wynika z lakonicznego uzasadnienia, przez Sąd Okręgowy została utożsamiona z przepisem ustawy, co stoi w sprzeczności utrwalonym w judykaturze oraz doktrynie stanowiskiem, iż pojęcie bezprawności może być rozumiane szeroko, także jako sprzeczność zachowania z zasadami współżycia społecznego, w skład których wchodzi m.in. wypracowane przez sektor Domów Maklerskich zasady charakterystycznego dla tego rodzaju obrotu, takie jak zasada uczciwego obrotu, zasada pełnej informacji, zasada „poznaj swojego klienta” oraz zasada działania zgodnie z kompetencjami, czy też wywodzona z przymiotu instytucji zaufania publicznego przysługującej domowi maklerskiemu, konieczność unikania działań mogących już tylko potencjalnie wprowadzać klientów/kontrahentów w błąd, legitymizować działania wątpliwe pod względem legalności, czy też potencjalnie narażające klientów na szkodę,

2. naruszenia art. 98 ustawy o ofercie publicznej poprzez jego niezastosowanie,

a razie nieuwzględnienia tego zarzutu:

3. naruszenia art. 484 k.s.h. poprzez jego niezastosowanie podczas gdy z przepis ten stanowi podstawę odpowiedzialności rozpowszechniającego fałszywe dane podczas emisji obligacji, w sytuacji gdy zastosowania nie znajduje art. 98 ustawy o ofercie,

4. naruszenia art. 76 ustawy o obrocie poprzez jego błędną wykładnię polegającą na przyjęciu, iż świadczenie usług doradztwa inwestycyjnego nie może nastąpić w ramach nieodpłatnej umowy zawartej w sposób dorozumiany, i polegać na kierowaniu przez pracownika domu maklerskiego nieposiadającego uprawnień doradcy inwestycyjnego rekomendacji, których wydzźwięk ocenny wynika jedynie z ich kontekstu i dotychczasowych relacji wiążących dom maklerski i klienta.

Powódka wniosła o uchylenie zaskarżonego wyroku w całości i przekazanie sprawy do ponownego rozpoznania Sądowi Okręgowemu w Warszawie, ewentualnie zmianę wyroku Sądu I instancji w całości poprzez zasądzenie od pozwanego na rzecz powoda 210.000 zł wraz z ustawowymi odsetkami od dnia 28 września 2013 r. do dnia zapłaty i zasądzenie

od pozwanego na rzecz powoda kosztów zastępstwa procesowego. Powódka wniosła również o zasądzenie na jej rzecz kosztów postępowania apelacyjnego.

Pozwany w odpowiedzi na apelację wniósł o oddalenie apelacji powódki.

Sąd Apelacyjny zważył, co następuje:

Apelacja powódki zasługuje na częściowe uwzględnienie, pomimo tego, że nie wszystkie zarzuty apelacji można uznać za trafne.

Powódka w swej apelacji podniosła zarzuty naruszenia prawa procesowego, jak i prawa materialnego. W pierwszej kolejności odniesienia wymagają zarzuty naruszenia prawa procesowego, zwłaszcza iż powódka zakwestionowała ocenę części dowodów przeprowadzonych w sprawie, a także poczynione w sprawie ustalenia faktyczne.

Nie jest przede wszystkim zasadny zarzut nierozpoznania istoty sprawy. Co prawda Sąd Okręgowy, jak trafnie wskazała powódka w apelacji, nie wypowiedział się co do tego, czy roszczenia powódki mogą być rozważane na gruncie art. 98 ustawy o ofercie publicznej, oraz art. 484 k.s.h., tym niemniej, z uzasadnienia zaskarżonego wyroku wynika, że do oddalenia powództwa doszło z uwagi na brak podstaw do przypisania pozwanemu bezprawności działania.

Powódka w ramach pierwszej grupy zarzutów wskazała, iż Sąd Okręgowy naruszył art. 236 k.p.c. poprzez brak formalnego dopuszczenia dowodów z dokumentów i innych źródeł dowodowych, co uniemożliwiło powódce ocenę, jakie dowody stanowiły materiał dowodowy, na podstawie którego Sąd dokonał ustaleń faktycznych.

Zarzut ten jest zasadny w tym znaczeniu, iż faktycznie Sąd Okręgowy formalnie nie wypowiedział się, poprzez wydanie odpowiedniego postanowienia, z jakich konkretnie dokumentów przeprowadził dowody. Jest to uchybienie procesowe, które jednakże nie miało wpływu na treść zaskarżonego orzeczenia. Sąd Okręgowy w uzasadnieniu zaskarżonego wyroku wskazał bowiem, w oparciu o jakie konkretnie dowody poczynił swe ustalenia faktyczne, w tym odwołał się do części z przedstawionych przez strony dowodów z dokumentów. Sam fakt nieodwołania się do pozostałych dowodów należy odczytać nie tyle jako odmowę zaliczenia przedstawionych przez strony dokumentów za dowody w niniejszej sprawie czy jako odmowę wiarygodności tych dokumentów, lecz uznanie, że okoliczności z nich wynikające nie mają znaczenia dla sprawy.

Zdaniem Sądu Apelacyjnego ustalenia poczynione przez Sąd Okręgowy wymagają w pewnym zakresie korekty oraz uzupełnienia, bowiem, wbrew stanowisku Sądu Okręgowego, szereg okoliczności wskazywanych przez powódkę, które nie znalazły odzwierciedlenia w poczynionych ustaleniach faktycznych, ma istotne znaczenie dla oceny roszczeń powódki.

W pierwszej kolejności uzupełnienia wymagają ustalenia co sposobu, w jaki obligacje serii (...) spółki (...) S.A. zostały zaoferowane powódce oraz co do treści informacji przekazanych powódce przez pozwanego odnośnie tej emisji obligacji, w tym treści związanych z emisją tych obligacji dokumentów przekazanych powódce. W toku postępowania powódka wskazywała na szereg nieprawidłowości w tych dokumentach, które jednak nie znalazły odzwierciedlenia w ustaleniach faktycznych poczynionych przez Sąd Okręgowy.

Sąd Okręgowy poprzestał na stwierdzeniu, iż w dniu 18 kwietnia 2013 r. P. P. (2), ówczesny członek zarządu pozwanego domu maklerskiego, skontaktował się za pośrednictwem poczty elektronicznej z powódką i jej mężem w sprawie emisji obligacji (...) S.A. serii (...). Kontakt pomiędzy powódką i jej mężem a pozwanym domem maklerskim nie ograniczał się jednak do maila z 18 kwietnia 2013 r. Z zeznań świadka M. A. (2), jak i samej powódki wynika, że mailowi towarzyszyła rozmowa telefoniczna na temat tej konkretnej emisji obligacji przeprowadzona przez męża powódki z P. P. (2). W trakcie tej rozmowy P. P. (2) udzielił mężowi powódki zapewnień, iż emitowane obligacje są obligacjami zabezpieczonymi. Odnośnie tej transakcji P. P. (2) wskazał, że spółka emitująca obligacje jest bezpieczna,

spółka ta długo współpracuje już z pozwanym domem maklerskim, jest spółką z branży biopaliw, a jest to branża przyszłościowa, spółka będąca emitentem jest spółką rozwijającą się, zatem nie widzi on ryzyka w inwestycji w obligacje tej spółki. Świadek M. A. (2) wskazał, że wszystkie zakupy obligacji jego i jego żony były dokonywane za pośrednictwem wyłącznie pozwanego domu maklerskiego, że nie współpracowali z innymi domami maklerskimi, bo darzyli zaufaniem pozwanego, a w zasadzie P. P. (2), który był jedyną osobą, która kontaktowała się z nimi ze strony pozwanego domu maklerskiego w ciągu kilku ostatnich lat. Zawsze w swych inwestycjach kierowali się rekomendacją P. P. (2). P. P. (2) zawsze był pytany przez powódkę lub jej męża czy inwestycja jest bezpieczna.

Sąd Okręgowy, jak wynika z uzasadnienia zaskarżonego wyroku, dał wiarę zeznaniom świadka M. A., z wyjątkiem tylko twierdzeń o tym, że świadek nie miał możliwości zapoznania się z warunkami emisji. Nie poczynił jednak ustaleń co do treści rozmowy telefonicznej z P. P. (2). Zdaniem Sądu Apelacyjnego zeznania świadka M. A. są w tym zakresie wiarygodne. Co prawda P. P. (2) zaprzeczył, by udzielał powodom jakichkolwiek rekomendacji co do inwestycji w oferowane przez pozwanego domu maklerskiego instrumenty, ale w tym zakresie to zeznania tego świadka uznac należy za niewiarygodne. Świadek P. P. wskazał, że przesłał wyłącznie mail ze swej skrzynki mailowej i jednoznacznie stwierdził, że nie było żadnej komunikacji poza tym mailem, ale w tym zakresie zeznania świadka nie zasługują na wiarę. Świadek przyznał bowiem, że w poprzednich emisjach była komunikacja telefoniczna. P. P. (2) przyznał, że poprzednie transakcje były poprzedzone rozmowami telefonicznymi. Nie wyjaśnił jednak z jakiego konkretnie powodu w tym przypadku miało nie być takiej rozmowy. To, że pozwany telefonicznie zwracał się do swych klientów i tą drogą przekazywał im informacje o poszczególnych instrumentach finansowych, znajduje potwierdzenie w dowodzie z przesłuchania powódki. Co istotne, o tym, że taki był modus operandii pozwanego, świadczą też zeznania świadka C. N. - innego nabywcy obligacji, z których wynika, że mail z ofertą obligacji serii (...) był poprzedzony rozmową telefoniczną ze strony pracownika pozwanego domu maklerskiego. Co istotne, sam świadek P. P. (2) nie przeczył, że kontakty pomiędzy powódką o pozwanym domem maklerskim nie ograniczały się do przysyłania maili z informacjami dotyczącymi poszczególnych instrumentów oferowanych przez pozwanego. Nie zaprzeczył, twierdzeniom powódki, iż przez ostatnie lata był on jedyną osobą, która z ramienia pozwanego domu maklerskiego kontaktowała się z powódką i jej mężem. Jak trafnie wskazała powódka w swej apelacji, P. P. (2) przyznał, że „były przez pozwanego wykonywane transakcje tylko dla Państwa A.. Przyznał też, że doszło nawet do osobistego spotkania z powódką w K.. Wskazał, że była dla powódki i jej męża opracowana prezentacja. Zatem w świetle wiarygodnych zeznań świadka M. A. i samej powódki, działania podejmowane przez pozwanego wobec powódki i jej męża, wykraczały poza ramy zwykłego oferowania obligacji, jak zdaje się prezentować to obecnie pozwany. Zawierały bowiem sugestie co do zasadności inwestycji w oferowane instrumenty.

Zdaniem Sądu Apelacyjnego zasadnie powódka w swej apelacji zakwestionowała ocenę dowodu z przesłuchania jej w charakterze strony, w szczególności jej twierdzeń, że uzyskała zapewnienie, że oferowane obligacje (...) S.A. serii (...) są zabezpieczone, skoro to twierdzenie znajduje oparcie w treści maila P. P. (2) z dnia 18 kwietnia 2013 r. Co więcej, podkreślenia wymaga, iż sam pozwany w toku niniejszego procesu zajmował niejednoznaczne stanowisko co do tego, czy zaoferowane powódce obligacje były zabezpieczone czy też nie. O ile w odpowiedzi na pozew, odwołując się do warunków emisji obligacji, pozwany twierdził, że w chwili emisji obligacje nie były zabezpieczone, o tyle już w piśmie procesowym z dnia 7 grudnia 2014 r. (k. 480) sam pozwany argumentował, że obligacje były w istocie obligacjami zabezpieczonymi, bo zabezpieczenie może być udzielone zarówno przed, jak i po emisji obligacji.

Całokształt relacji pomiędzy powódką, jej mężem i działającym z ramienia pozwanego P. P. (2), świadczy o wiarygodności twierdzeń powódki, że w swych decyzjach inwestycyjnych kierowała się rekomendacjami P. P. (2). Powódka zeznała, że wszystkie inwestycje, tj. zakupy obligacji były przez nią i jej męża dokonywane wyłącznie za pośrednictwem pozwanego domu maklerskiego. Powódka wskazała też, że zawsze ze strony domu maklerskiego kontaktowała się z nią i jej mężem jedna osoba – przez ostatnie lata był to P. P. (2). Co więcej, powódka wskazała, że nie ma dostatecznej wiedzy, więc dopytywała o opinię P. P. (2). Wskazała też, że rozmawiała z P. P. (2) na temat jej ewentualnych inwestycji i P. P. (2) m.in. odradzał powódce inwestowanie w (...). Powódka wskazała, że żadna ich inwestycja nie była dokonana bez konsultacji z P. P. (2).

Sam zatem fakt, iż powódka, a pośrednio również jej mąż, są osobami zainteresowani wynikiem niniejszego procesu, nie może skutkować oceną, że nie można ich twierdzeniom dać wiary, zwłaszcza że świadek P. P. (2), jako były członek zarządu pozwanego domu maklerskiego, również winien być uznany za zainteresowanego wynikiem sprawy korzystnym dla pozwanego.

Przechodząc do ustaleń odnośnie treści dokumentów dotyczących emisji obligacji (...) S.A. serii (...), wskazać należy, że informacja zawarta w mailu P. P. (2), iż przekazuje informacje „o emisji rocznej zabezpieczonej obligacji (...) S.A.”, a więc, że oferowane obligacje są zabezpieczone, była błędna, gdyż jak wynika z warunków emisji, obligacje te w chwili emisji, nie były zabezpieczone.

Wbrew stanowisku Sądu Okręgowego, dalsze informacje na temat zabezpieczeń obligacji, mają również istotne znaczenie dla oceny roszczeń powódki wysuwanych wobec pozwanego domu maklerskiego. Należy przy tym wskazać, że pozwany nie tylko oferował obligacje (...) S.A. serii (...) potencjalnym inwestorom, ale i w oparciu o umowę oferowania instrumentów finansowych zawartą w 2011 r. z (...) S.A. pozwany podjął się czynności wprowadzenia obligacji do alternatywnego systemu obrotu, uczestniczył też w opracowywaniu dokumentów związanych z emisją przedmiotowych obligacji. Co prawda na rozprawie apelacyjnej dnia 25 kwietnia 2019 r. pełnomocnik pozwanego wskazał, że pozwany opracowywał jedynie informacje podstawowe (dokument k. 200), tym niemniej, zauważyć należy, że z zeznań członka zarządu pozwanego M. W. oraz zeznań świadka Ł. K. wynika, że w ramach umowy z emitentem, to pozwany przygotowywał dokumenty związane z emisją, w tym warunki emisji obligacji serii (...). Zdaniem Sądu Apelacyjnego, wszelkie wynikające z umowy oferowania instrumentów finansowych wyłączenia odpowiedzialności pozwanego w związku z emisją obligacji, czy też zapewnienia, iż pozwany będzie mógł polegać na informacjach dostarczonych przez emitenta i wykorzystywać je bez niezależnej weryfikacji (§ 5 umowy k.210), nie wywołują skutków wobec osób trzecich, do jakich zaliczyć należy nabywców obligacji.

Jeśli chodzi o dokumenty dotyczące emisji obligacji (...) S.A. serii (...), to trafnie wskazała powódka również na nieprawidłowości w treści jednego z głównych dokumentów związanych z emisją obligacji, jakim są warunki emisji obligacji. Nie ma racji Sąd Okręgowy, iż informacje wskazane w warunkach emisji obligacji serii (...) w tym zakresie nie mają znaczenia w niniejszej sprawie.

Otóż, dwie z trzech nieruchomości mających być, w świetle pkt 19 warunków emisji obligacji, obciążone hipoteką stanowiącą zabezpieczenie przedmiotowych obligacji, nie stanowiły własności emitenta ani spółki (...) wskazanej w pkt 19 tych warunków jako podmiot udzielający zabezpieczenia, lecz stanowiły własność Skarbu Państwa. Ta błędna informacja dotyczy nieruchomości, dla których prowadzone są księgi: KW (...) i KW (...), co potwierdzają przedstawione przez powódkę odpisy zupełne tych ksiąg. Okoliczność ta nie została zaprzeczona przez pozwanego.

Podmiot, który miał udzielić zabezpieczenia, nie został określony precyzyjnie, bowiem poza wskazaniem, że jest to spółka (...) nie wskazano tego członu firmy tej spółki, który określa jej formę organizacyjno - prawną. Co prawda w pkt I. 34 warunków emisji obligacji serii (...) zawarte zostało sprecyzowanie, że A. to „spółka z ograniczoną odpowiedzialnością spółka jawna”, jednakże zachodzi rozbieżność pomiędzy tą definicją a podmiotem, który w księdze wieczystej KW (...) widnieje jako właściciel nieruchomości. Z księgi tej wynika, że właścicielem nieruchomości jest (...) spółka z ograniczoną odpowiedzialnością, a nie spółka jawna.

Co istotne, trafnie wskazała również powódka, iż jedna z nieruchomości mających stanowić przedmiot zabezpieczenia obligacji, tj. nieruchomość dla której prowadzona jest księga KW (...), wbrew informacjom ujętym w pkt 19 warunków emisji obligacji, nie obejmowała działek (...) i (...) oraz (...), co również potwierdza zupełny odpis tej księgi przedstawiony w toku postępowania. Również ta okoliczność nie została zaprzeczona przez pozwanego.

Nie wskazano również w warunkach emisji obligacji istotnych informacji dotyczących ustanowienia hipoteki, tj. czy zostaną one ustanowione na rzecz każdego z nabywców obligacji czy też zostanie ustanowiony administrator hipoteki, co niewątpliwie ma znaczenie przy ewentualnym dochodzeniu realizacji zabezpieczenia. Zauważyć przy tym należy,

że nieustanowienie hipotek było, jak wynika z pisma (...) z dnia 29 maja 2013 r. (k. 224) podstawą odmowy rejestracji obligacji serii (...).

W warunkach emisji obligacji zawarta jest informacja, że obligacje serii (...) są emitowane jako obligacje bez określonego celu emisji (k. 49), gdy tymczasem w dokumencie informacji podstawowych (k. 200), bezspornie opracowanym przez pozwanego, wskazane zostało, że pozyskane środki zostaną przeznaczone na wykup obligacji serii (...) oraz sfinansowanie zakupu surowca (k. 200). Pozwany przyczyn tych rozbieżności nie wyjaśnił.

Kolejna rozbieżność w warunkach emisji obligacji serii (...) polega na tym, że w tym dokumencie podane zostały dwie różne daty wykupu obligacji, tj. w pkt 1 ppkt 3 warunków, mowa jest o dniu 25 kwietnia 2014 r., a w pkt 13 wskazany został dzień 24 kwietnia 2014 r. Z pisma (...) z dnia 29 maja 2013 r. (k. 224) wynika, iż m.in ten błąd był podstawą odmowy rejestracji obligacji serii (...).

Zdaniem Sądu Apelacyjnego dla prawidłowej oceny roszczeń powódki koniecznym jest uzupełnienie ustaleń faktycznych również o informacje związane z sytuacją finansową spółki (...) S.A., jako emitenta obligacji. Powódka zarzuciła bowiem pozwanemu, że zataił przed nią istotne informacje, które miały znaczenie nie tylko co do dopuszczalności samej emisji obligacji, ale również z punktu widzenia warunków emisji. Powódka wskazała, że w dniu emisji obligacji serii (...), przekroczony był już wskaźnik dopuszczalnego zadłużenia emitenta wskazanego w warunkach poprzedniej emisji, tj. emisji obligacji serii (...). Te twierdzenia powódki znajdują potwierdzenie w dokumentach finansowych emitenta. Otóż, pierwsze przekroczenie wskaźnika dopuszczalnego zadłużenia, określonego w warunkach emisji obligacji serii (...) na 15 mln zł, wynika z Raportu Okresowego za III kwartał 2012 r. – na dzień 30 września 2012 r. wynosiło ono ponad 19 mln zł. Z kolei z raportu kwartalnego jednostkowego i skonsolidowanego za IV kwartał 2012 r. wynika, że na dzień 31 grudnia 2012 r. zadłużenie to wynosiło 25 371 500 zł. Pozwany tym okolicznościom nie zaprzeczył, co więcej znajdują one potwierdzenie w przedstawionych w toku postępowania raportach. Pozwany również tych okoliczności nie kwestionował.

Spółka (...) Sp. z o.o. zażądała wcześniejszego wykupu obligacji serii (...). Takie żądanie zostało skierowane do emitenta w piśmie z dnia 12 listopada 2012 r. (k. 88). Warunki obligacji serii (...) w pkt 15.3 lit. b) przewidywały prawo obligatariusza do postawienia obligacji w stan natychmiastowej wymagalności m.in. w sytuacji, gdyby jakiegokolwiek inne instrumenty dłużne emitenta zostały postawione w stan natychmiastowej wykonalności.

Powódka wskazała również, że wskaźnik zadłużenia, mający upoważniać do żądania wcześniejszego wykupu obligacji serii (...), zgodnie z pkt 15 lit. j) warunków emisji obligacji serii (...), był przekroczony już przed emisją tych obligacji, gdyż on wynosił 1,913101, co wynika z raportu kwartalnego za IV kwartał 2012 r. Również te twierdzenia nie zostały zakwestionowane przez pozwanego. Co więcej, znajdują potwierdzenie w dokumentach finansowych emitenta przedstawionych przez powódkę.

Pozwany w piśmie z dnia 13 sierpnia 2013 r. do C. N. wskazał, że wszelkie dokumenty związane z procesem oferowania obligacji są dokładnie weryfikowane zarówno przez inspektora nadzoru oraz przez Departament Prawny i również w przypadku emisji obligacji serii (...) wyemitowanych przez (...) S.A. zostały poddane gruntownej analizie (k. 66).

Przechodząc zatem do analizy zasadności roszczeń powódki na gruncie tych częściowo uzupełnionych, a częściowo zmienionych ustaleń faktycznych, w pierwszej kolejności, należy dokonać analizy czy w istocie, jak twierdzi powódka, doszło pomiędzy stronami do zawarcia w sposób dorozumiany umowy o doradztwo inwestycyjne.

Pomimo tego, że umowa o doradztwo inwestycyjne, jest umową zawartą w inicjatywy klienta i ma z reguły charakter odpłatny, to sam fakt, iż strony nie uzgodniły wynagrodzenia, nie wyklucza możliwości ustalenia, że do zawarcia takiej umowy doszło.

Zdaniem Sądu Apelacyjnego podpisanie przez powódkę zawartego w pkt 11 lit. C formularza nabycia obligacji (k. 201) oświadczenia, że nie wyklucza możliwości przyjęcia, że doszło do doradztwa inwestycyjnego, jeśli faktycznie, pomimo takiego zastrzeżenia, pozwany, a dokładnie jego pracownik, udzielił pozytywnych rekomendacji co do oferowanego instrumentu, mając świadomość, iż powódka i jej mąż rozważają zakup danego instrumentu. Zastrzeżenie to zostało umieszczone na formularzu podpisanym po przeprowadzeniu rozmowy telefonicznej, w której, jak zostało wyżej ustalone, P. P. (2), rekomendował zakup obligacji (...) S.A. serii (...).

W doktrynie wskazuje się, iż możliwość przyjęcia konkludentnego zawarcia umowy doradztwo inwestycyjne zachodzi wówczas, gdy firma inwestycyjna, w tym przypadku pozwany dom maklerski, podejmuje pewne działania promocyjne w stosunku do określonych instrumentów finansowych czy też gdy klient zwraca się do firmy inwestycyjnej o jakąś formę doradztwa w zakresie inwestowania jego środków finansowych. Do konkludentnego zawarcia umowy o doradztwo inwestycyjne dochodzi wówczas, gdy klient zwraca się do firmy inwestycyjnej o rekomendację odnoszącą się do ewentualnej inwestycji w konkretne instrumenty finansowe, dokonywanej za pośrednictwem tej firmy inwestycyjnej, w firmie takiej rekomendacji udziela (por. szerzej Cywilnoprawna ochrona inwestorów korzystających z usług maklerskich na rynku kapitałowym pod red. Tomasza Sójki WoltersKluwer 2016, str. 122 i nast.) Problem ten dostrzegła również Komisja Nadzoru Finansowego wydając „Stanowisko w sprawie świadczenia przez firmy inwestycyjne doradztwa inwestycyjnego” z 27 marca 2012 r. oraz prezentując swe stanowisko w skierowanym do domów maklerskich piśmie z dnia 3 września 2013 r., na które powołała się powódka w niniejszej sprawie (k. 437 – 448).

Zdaniem Sądu Apelacyjnego wyżej opisane zapewnienia przedstawiciela domu maklerskiego odnośnie emitenta obligacji i wyrażenie oceny, że nie widzi on ryzyka w inwestowaniu w oferowane obligacje, należy uznać za udzielenie rekomendacji zakupu tych konkretnych instrumentów finansowych, świadczące o konkludentnym zawarciu umowy o doradztwo inwestycyjne. Naruszenie obowiązków z tej umowy o doradztwo inwestycyjne polegające na udzieleniu rekomendacji bez rzetelnego sprawdzenia rekomendowanych instrumentów, w szczególności sytuacji finansowej emitenta i sprawdzenia adekwatności oferowanego instrumentu do potrzeb klienta, przesądza o odpowiedzialności pozwanego za doznana przez powódkę szkodę na gruncie art. 471 k.c.

Tym niemniej, zdaniem Sądu Apelacyjnego, nawet gdyby podzielić stanowisko Sądu Okręgowego, iż brak było podstaw do uznania, że pomiędzy stronami doszło faktycznie do zawarcia umowy o doradztwo inwestycyjne, roszczenie powódki uznać należy co do zasady za uzasadnione na gruncie przepisów o odpowiedzialności deliktowej.

W pierwszej kolejności wskazać należy, że aby dokonać oceny czy pozwany dom maklerski na gruncie pozostałych wskazywanych przez powódkę przepisów ponosi odpowiedzialność odszkodowawczą za szkodę, której powódka upatruje w tym, że działając w zaufaniu do pozwanego złożyła oświadczenie o dokonaniu zakupu 210 obligacji serii (...) spółki (...) S.A., i w konsekwencji wpłaty kwoty 210 000 zł tytułem ceny za obligacje, które nie zostały wykupione przez emitenta, koniecznym jest ustalenie ram prawnych funkcjonowania pozwanego, jako domu maklerskiego, a następnie ustalenie, czy doszło do naruszenia przez pozwanego jego obowiązków wobec powódki – jako nieprofesjonalnego klienta domu maklerskiego.

O ile uzasadnienie zaskarżonego wyroku zawiera szczegółowe omówienie w jaki sposób powódka nie dochowała należytej staranności w swych działaniach inwestycyjnych, tj. jakich konkretnie obowiązków nie dopełniła powódka przy nabywaniu obligacji serii (...), o tyle, zdaniem Sądu Apelacyjnego, uzasadnienie zaskarżonego wyroku nie zawiera takiej analizy w stosunku do pozwanego domu maklerskiego, w każdym bądź razie nie zawiera dostatecznej analizy wynikających z przepisów prawa obowiązków pozwanego, jako domu maklerskiego przy oferowaniu spornych obligacji.

Nie może budzić wątpliwości, że czynności domu maklerskiego musi cechować szczególna dbałość o interesy klienta i bezpieczeństwo rynku. W doktrynie podkreśla się, że dom maklerski jest instytucją zaufania publicznego, a jego należyta staranność w czynnościach prawnych należy określać przy uwzględnieniu zawodowego charakteru prowadzonej przez niego działalności (art. 355 § 2 k.c.). Działalność domu maklerskiego obwarowana jest wieloma

zakazami, w tym zakazem podejmowania działań mających za cel wprowadzenie w błąd klienta (por. wyrok Sądu Najwyższego z dnia 25 marca 2009 r. V CSK 407/08). Przy czym pod pojęciem klienta należy rozumieć podmiot, który jest nabywcą obligacji.

Pozwany był podmiotem nie tylko opracowującym, ale i udostępniającym wszystkie dokumenty związane z emisją obligacji serii (...) spółki (...) S.A. Pozwany czynił to na podstawie umowy zawartej z emitentem obligacji z dnia 22 lipca 2011 r., zmienionej aneksem z dnia 18 kwietnia 2013 r. Działanie na zlecenie emitenta obligacji, jak zostało to już wyżej wskazane, nie zwalnia jednak pozwanego domu maklerskiego do przestrzegania tych regulacji prawnych, które zostały wprowadzone w celu ochrony interesów inwestora, czyli nabywcy obligacji.

Zakres obowiązków domu maklerskiego regulują przede wszystkim przepisy ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz.U z 2010 Nr 211, poz. 1384) i ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (t.j. Dz.U z 2009, Nr 185 poz. 1439). W niniejszej jednak sprawie regulacje tej ostatniej ustawy, w szczególności jej art. 98, nie mają zastosowania, gdyż obligacje, których spór niniejszy dotyczy, były obligacjami rocznymi, zatem stosowanie przepisów ustawy o ofercie publicznej jest wyłączone, o czym stanowi art. 2 ust. 3 tej ustawy. Zatem brak jest podstaw do analizy odpowiedzialności odszkodowawczej pozwanego na gruncie art. 98 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej. W tym zakresie zarzut apelacji naruszenia przepisu art. 98 o ofercie publicznej uznać należy za chybiony. Brak postaw do analizy odpowiedzialności pozwanego na gruncie art. 98 ustawy o ofercie publicznej, nie wyklucza jednak przypisania pozwanemu odpowiedzialności deliktowej na innych podstawach w tym na gruncie art. 415 k.c.

Do aktów prawnych regulujących obowiązki firmy inwestycyjnej, a za taką uznać należy dom maklerski, należą przepisy rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 24 września 2012 r. w sprawie trybu i warunków postępowania firm inwestycyjnych, banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, oraz banków powierniczych (Dz.U. z 2012 r. poz. 1078), wydanego na podstawie art. 94. 1 pkt 1 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi.

Przepisy tego rozporządzenia zawierają normy implementujące dyrektywę (...), tj. Dyrektywę (...) Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych zmieniającą dyrektywę Rady (...) i (...) i dyrektywę (...) Parlamentu Europejskiego i Rady oraz uchylającą dyrektywę Rady (...) oraz Dyrektywę Komisji (...) z dnia 10 sierpnia 2006 r. wprowadzającą środki wykonawcze do dyrektywy (...) Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez przedsiębiorstwa inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tejże dyrektywy.

Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi według stanu prawnego obowiązującego w okresie, kiedy to miała miejsce sporna emisja obligacji, tj. w kwietniu 2013 r., w art. 83a. ust. 2 i 3 stanowiła, iż informacje upowszechniane przez firmę inwestycyjną w celu reklamy lub promocji usług świadczonych przez tę firmę inwestycyjną powinny być rzetelne i zrozumiałe. Firma inwestycyjna jest obowiązana świadcząc usługę maklerską brać pod uwagę najlepiej pojęty interes klienta.

Z kolei rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 24 września 2012 r. w § 8 ust. 1 stanowi, że firma inwestycyjna, prowadząc działalność maklerską, jest zobowiązana do działania w sposób rzetelny i profesjonalny, zgodnie z zasadami uczciwego obrotu oraz zgodnie z najlepiej pojętymi interesami jej klientów. Z kolei § 9 ust 1 wskazywał, że wszelkie informacje kierowane przez firmę inwestycyjną do klientów lub potencjalnych klientów, w tym informacje upowszechniane przez firmę inwestycyjną w celu reklamy lub promocji świadczonych przez nią usług, powinny być rzetelne, niebudzące wątpliwości i niewprowadzające w błąd. Informacje upowszechniane przez firmę inwestycyjną w celu reklamy lub promocji usług świadczonych przez tę firmę inwestycyjną oznaczane są w sposób niebudzący wątpliwości jako informacje upowszechniane w celu reklamy lub promocji usług.

Z treści § 9 ust. 2 pkt 3) wynika, że informacje, o których mowa w ust. 1, które firmy inwestycyjne kierują do klientów detalicznych lub potencjalnych klientów detalicznych albo rozpowszechniają w sposób umożliwiający takim klientom

dotarcie do tych informacji nie mogą ukrywać, umniejszać ani przedstawiać w sposób niejasny istotnych elementów, stwierdzeń lub ostrzeżeń oraz nie mogą prezentować potencjalnych korzyści płynących z usługi lub instrumentu finansowego, o ile jednocześnie w sposób uczciwy i wyraźny nie wskazują wszelkich zagrożeń, jakie związane są z daną usługą lub instrumentem.

Z kolei z treści § 13 rozporządzenia wynika, że firma inwestycyjna winna przedstawić klientom lub potencjalnym klientom ogólny opis istoty instrumentów finansowych oraz ryzyka związanego z inwestowaniem w te instrumenty finansowe, w sposób umożliwiający klientowi podejmowanie świadomych decyzji inwestycyjnych, dostosowując zakres tej informacji do rodzaju instrumentu finansowego oraz kategorii, do której należy klient. W zależności od istoty danego instrumentu finansowego opis ryzyka związanego z inwestowaniem w instrumenty finansowe zawiera:

- 1) wskazanie ryzyka związanego z danym rodzajem instrumentów finansowych, w tym wyjaśnienie mechanizmu dźwigni finansowej i jego wpływu na ryzyko utraty inwestycji;
- 2) wskazanie zmienności ceny danych instrumentów finansowych lub ograniczeń dotyczących dostępności rynku danych instrumentów;
- 3) wskazanie możliwości zaciągnięcia przez klienta w wyniku transakcji na danych instrumentach finansowych zobowiązań finansowych oraz ewentualnych zobowiązań dodatkowych, w tym zobowiązań związanych z dostawą instrumentu bazowego, które są obowiązkami dodatkowymi w stosunku do kosztów nabycia instrumentu finansowego;
- 4) opis wymogów związanych z utrzymaniem i uzupełnianiem zabezpieczenia lub podobnych zobowiązań, koniecznych w przypadku inwestowania w dany rodzaj instrumentów finansowych.

Istotny obowiązek domu maklerskiego wynika też § 15 ust. 1 rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 24 września 2012 r., który stanowi, że z zastrzeżeniem § 16 i 20, przed zawarciem umowy o świadczenie usług maklerskich, o których mowa w art. 69 ust. 2 ustawy, firma inwestycyjna zwraca się do klienta lub potencjalnego klienta o przedstawienie podstawowych informacji dotyczących poziomu wiedzy o inwestowaniu w zakresie instrumentów finansowych oraz doświadczenia inwestycyjnego, niezbędnych do dokonania oceny, czy instrument finansowy będący przedmiotem oferowanej usługi maklerskiej lub usługa maklerska, która ma być świadczona na podstawie zawieranej umowy, są odpowiednie dla danego klienta, biorąc pod uwagę jego indywidualną sytuację.

2. Informacje, o których mowa w ust. 1, dotyczą:

- 1) rodzajów usług maklerskich, transakcji i instrumentów finansowych, które są znane klientowi;
- 2) charakteru, wielkości i częstotliwości transakcji instrumentami finansowymi dokonywanych przez klienta oraz okresu, w którym były dokonywane;
- 3) poziomu wykształcenia, wykonywanego obecnie zawodu lub wykonywanego poprzednio, jeśli jest to istotne dla dokonania oceny.

Z kolei treść § 20 ust. 1 rozporządzenia wskazuje, kiedy to obowiązki z § 15 nie wchodzą w grę. Otóż, wymogów tych nie stosuje się do firmy inwestycyjnej, która zawiera umowę o wykonywanie zleceń lub umowę o przyjmowanie i przekazywanie zleceń, w przypadku gdy są spełnione łącznie warunki wskazane w tym przepisie. Taka sytuacja zachodzi wówczas, gdy przedmiotem zleceń będą wyłącznie nieskomplikowane instrumenty finansowe i umowa jest zawierana z inicjatywy klienta lub potencjalnego klienta. Jak wynika z § 20 ust. 3 rozporządzenia umowa nie jest zawierana z inicjatywy klienta lub potencjalnego klienta, jeżeli do jej zawarcia dochodzi w wyniku skierowania do klienta lub potencjalnego klienta zindywidualizowanych informacji o firmie inwestycyjnej, instrumentach finansowych, usłudze lub transakcji. Taka właśnie sytuacja miała miejsca w niniejszej sprawie, bowiem to pozwany

skierował do powódki ofertę nabycia obligacji serii (...), zatem wyłączenie obowiązków pozwanego w oparciu o § 20 rozporządzenia nie wchodzi w grę.

Z treści wyżej wskazanych przepisów niewątpliwie wynika, że we wszelkiej komunikacji zarówno z klientami, jak i potencjalnymi klientami firmy inwestycyjne powinny zachowywać rzetelność i kierować się interesem klienta. W szczególności powinny informować o wszelkich czynnikach ryzyka związanych z proponowaną inwestycją. Firmy inwestycyjne powinny przed świadczeniem usług przeprowadzić testy adekwatności/odpowiedniości w celu oceny czy dany instrument finansowy jest odpowiedni dla klienta. Rozszerzone testy powinny mieć miejsce w przypadku, gdy świadczona jest usługa doradztwa inwestycyjnego, czyli m.in. w sytuacji gdy firma inwestycyjna rekomenduje zakup określonych instrumentów.

Testów adekwatności/odpowiedniości można nie przeprowadzać w przypadku, gdy firma inwestycyjna jedynie przyjmuje i przekazuje (lub wykonuje) zlecenia nabycia instrumentów (np. przy emisji papierów wartościowych) i spełnionych jest kilka dodatkowych warunków, w tym m.in. gdy umowa jest zawierana z inicjatywy klienta.

W rezultacie również przed nowelizacją ustawy o obrocie instrumentami finansowymi w 2018 r., która doprecyzowała definicję usługi przyjmowania i przekazywania zleceń, osoby zapisujące się na nowo emitowane papiery wartościowe winny być uznawane za klientów i w związku z tym firma inwestycyjna winna przeprowadzać wobec nich test adekwatności/odpowiedniości.

W przypadku powódki, jako nabywcy obligacji serii (...), pozwany nie twierdził nawet, by taki test przeprowadzał. Wręcz przeciwnie, twierdził, że taki obowiązek na nim nie spoczywał.

Sąd Apelacyjny w pełni podziela stanowisko Sądu Okręgowego, że brak jest podstaw do uznania powódki za klienta profesjonalnego. Zatem w stosunku do powódki na pozwanym ciążyły obowiązki z § 8-21 rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 24 września 2012 r.

O ile obowiązek przestrzegania wymogów wynikających z przepisów ustaw czy rozporządzenia nie może budzić jakichkolwiek wątpliwości, to zdaniem Sądu Apelacyjnego, wskazać również należy, iż pozwany dom maklerski, pośrednicząc w emisji obligacji, jest również zobowiązany do przestrzegania Regulaminu (...), wraz z załącznikami, w brzmieniu przyjętym Uchwałą Nr (...) Zarządu Giełdy z dnia 1 marca 2007 r., z późn. zm., w tym ze zmianami wprowadzonymi: Uchwałą Nr (...) Zarządu Giełdy z dnia 20 grudnia 2012 r., Uchwałą Nr (...) Zarządu Giełdy z dnia 13 lutego 2013 r. i Uchwałą Nr (...) Zarządu Giełdy z dnia 28 marca 2013 r. Co prawda powódka nie wskazała na naruszenie norm tego regulaminu, ale to rzeczą Sądu jest poczynienie ustaleń co do ram prawnych funkcjonowania pozwanego domu maklerskiego.

Regulamin (...) jest uchwalany przez Zarząd Giełdy Papierów Wartościowych. W doktrynie wskazuje się, że przepisy regulaminu - swego rodzaju akt administracyjny (tak: Michał Torończak w: *Pozycja Prawna Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. rozprawa doktorska Warszawa 2014r.*, Uniwersytet Warszawski Wydział Prawa i Administracji i przywoływana tam literatura). Zatem naruszenie postanowień Regulaminu również może rodzić odpowiedzialność odszkodowawczą pozwanego na gruncie przepisów regulujących odpowiedzialność deliktową. Bezprawność działania wchodzi bowiem w grę w razie naruszenia norm powszechnie obowiązujących w znaczeniu reguł postępowania wyznaczonych przez zakazy i nakazy całokształtu przepisów prawa pozytywnego (System Prawa Cywilnego, tom III str. 517 i nast.).

Również przepisy tego Regulaminu nakładają na dom maklerski, jako autoryzowanego doradcę obowiązki mające na celu zagwarantowanie bezpieczeństwa obrotu, udostępnionego na żądanie Sądu Apelacyjnego przez (...) S.A. w W., potwierdzą i precyzują obowiązki domu maklerskiego, zwanego z regulaminie autoryzowanym doradcą.

Z § 12 Załącznik nr 5 do Regulaminu wynika, że autoryzowany doradca zobowiązany jest do:

1) badania, czy sporządzenie dokumentu informacyjnego w związku z ubieganiem się o wprowadzenie do obrotu danych instrumentów finansowych nastąpiło zgodnie z wymogami określonymi w Regulaminie (...),

2) złożenia oświadczenia, że dokument informacyjny został sporządzony zgodnie z wymogami określonymi w Regulaminie (...), oraz że według jego najlepszej wiedzy i zgodnie z dokumentami i informacjami przekazanymi mu przez emitenta, informacje zawarte w dokumencie informacyjnym są prawdziwe, rzetelne i zgodne ze stanem faktycznym oraz, że nie pominięto w nim żadnych faktów, które mogłyby wpływać na jego znaczenie i wycenę instrumentów finansowych wprowadzanych do obrotu, a także że opisuje on rzetelnie czynniki ryzyka związane z udziałem w obrocie danymi instrumentami,

3) badania, czy spełnione zostały warunki wprowadzenia instrumentów finansowych emitenta do obrotu w alternatywnym systemie, oraz złożenia w tym zakresie stosownego oświadczenia,

Postanowienia te przesądzą o tym, że autoryzowany doradca, który uczestniczy we wprowadzaniu instrumentów finansowych do (...), jest zobowiązany do weryfikacji dokumentów informacyjnych, w tym oceny czy są w nich wskazane wszystkie istotne czynniki ryzyka związane z inwestycją w te instrumenty.

Z kolei § 14 stanowił, że uznając zasadność wprowadzenia instrumentów finansowych danego emitenta do alternatywnego systemu, Autoryzowany Doradca powinien posiadać odpowiednią wiedzę na temat emitenta, prowadzonej przez niego działalności oraz uwarunkowań właściwych dla danego sektora, w którym swoją działalność prowadzi emitent.

Naruszenie obowiązków wynikających czy to z ustawy, rozporządzenia czy też regulaminu, zdaniem Sądu Apelacyjnego, może stanowić podstawę przypisania pozwanemu popełnienia czynu niedozwolonego uzasadniającego odpowiedzialność za szkodę doznaną przez nabywcę instrumentów finansowych, w tym przypadku powódkę, jeśli tylko istnieją podstawy do uznania, że szkoda powódki pozostaje w związku przyczynowym z zawinionym działaniem pozwanego.

Na gruncie tych właśnie regulacji analizy wymaga czy faktycznie wskazywane przez powódkę, w ramach podstawy faktycznej roszczenia odszkodowawczego, okoliczności, uzasadniają przypisanie pozwanemu czynu niedozwolonego.

Niewątpliwie opisane wyżej nieprawidłowości i błędy w dokumentach związanych z emisją obligacji (...) S.A. serii (...) przesadzają o tym, że nie mogą być one uznane za rzetelne, niebudzące wątpliwości i niewprowadzające w błąd. Nie ma przy tym znaczenia, w jakim zakresie dokumenty te były sporządzone przez samego emitenta, a następnie jedynie przekazane pozwanemu, a które zostały opracowane przez samego pozwanego. Odpowiedzialność pozwanego należy wiązać z samym faktem udostępnienia klientom nierzetelnych, budzących wątpliwości i wprowadzających w błąd dokumentów. Oczywiście odpowiedzialność pozwanego domu maklerskiego nie ma charakteru bezwzględnego, zatem wchodzi jedynie w grę, gdy pozwany przy dołożeniu należytej staranności, te błędy w dokumentach mógł wykryć.

Nie ma przy tym racji pozwany argumentując, że nie miał on obowiązku weryfikacji dokumentów i informacji przedstawionych mu przez emitenta. Podkreślenia wymaga, że dom maklerski jest podmiotem zaufania publicznego, zatem nie może poprzestawać na bezkrytycznym akceptowaniu dokumentów i informacji przedstawionych mu przez emitenta. Winien on dokonać weryfikacji tych dokumentów z pewnością co najmniej z punktu widzenia wymogów prawa, w tym wymogu, by dokumenty następnie udostępnione klientom były rzetelne, niebudzące wątpliwości i niewprowadzające w błąd. Taka weryfikacja winna być przeprowadzona co najmniej w takim zakresie, w jakim pozwalają na nią publiczne dostępne źródła informacji, w tym publiczne rejestry.

Oznacza to, że pozwany dom maklerski ponosi odpowiedzialność za udostępnienie powódce, warunków emisji obligacji wskazujących dwa różne dni wykupu obligacji. Jest to błąd oczywisty, który z pewnością mógł być dostrzeżony, rodzący poważne konsekwencje w postaci odmowy rejestracji obligacji przez Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych.

Za informacje co najmniej budzące wątpliwości uznać należy określenie celu emisji obligacji, w dokumencie informacji podstawowych mowa jest o tym, że obligacje będącą celowe – przeznaczone na wykup obligacji serii (...) i zakup surowca dla dwóch zakładów granulacji biomasy. Tymczasem w warunkach emisji mowa jest o obligacjach serii (...) jako obligacjach bez określonego celu emisji. Z punktu widzenia inwestora jest to w istocie informacja wprowadzająca w błąd.

Niewątpliwie, za informację wprowadzającą w błąd uznać należy informację zawartą w mailu z dnia 18 kwietnia 2013 r. P. P., iż przesyła w mailu informacje o emisji rocznych, zabezpieczonych obligacji. Obligacje zostały wyemitowane jako niezabezpieczone, bowiem w świetle warunków emisji obligacji zabezpieczenie miało być ustanowione dopiero w ciągu 4 miesięcy od emisji obligacji. Taka informacja może wpłynąć na decyzję klienta, nawet jeśli nieprawdziwość tej informacji mogłaby być wykryta przez samego klienta po lekturze warunków emisji obligacji. Przekazanie takiej informacji w mailu świadczy o nienależytej lekturze warunków emisji obligacji przez autora maila – pracownika domu maklerskiego. Nie jest to żadna nieścisłość, lecz nieprawdziwa informacja, mająca znaczenie dla procesu decyzyjnego klienta zainteresowanego nabyciem obligacji.

Zdaniem Sądu Apelacyjnego za wprowadzającą w błąd uznać również należy informację ujętą w pkt 19 warunków emisji obligacji, zarówno co do podmiotu mającego udzielić zabezpieczenia, jak i co do samej możliwości udzielenia zabezpieczenia przez ten podmiot, w sytuacji, gdy dwie z nieruchomości, na których miało być ustanowione zabezpieczenie, nie należały do tego podmiotu lecz do Skarbu Państwa. Również wskazanie, że jedna z nieruchomości mających stanowić zabezpieczenie, nie obejmuje działek wskazanych w pkt 19 warunków emisji obligacji, jest informacją wprowadzającą w błąd. Nawet jeśli tego typu błędy zostały wywołane przez emitenta przygotowującego warunki emisji obligacji, to z pewnością mogły być one wykryte przez pozwanego poprzez proste sięgnięcie do ksiąg wieczystych, które są publicznie dostępne. Za co najmniej budzący wątpliwości uznać również należy brak informacji o warunkach emisji obligacji serii (...) na czyją rzecz zostanie ustanowiona hipoteka – czy bezpośrednio na rzecz każdego z nabywców obligacji czy też zostanie ustanowiony administrator hipoteki, co niewątpliwie ma znaczenie przy ewentualnym dochodzeniu realizacji zabezpieczenia. Nieustanowienie hipotek było, jak wynika z pisma (...) z dnia 29 maja 2013 r. (k. 224) podstawą odmowy rejestracji obligacji serii (...).

Zatem zapewnienie pozwanego ujęte w piśmie z dnia 13 sierpnia 2013 r., że dokumenty związane z emisją obligacji były dokładnie weryfikowane, zdaje się być częścią deklaracją.

Zdaniem Sądu Apelacyjnego, nie zasługuje na akceptację stanowisko Sądu Okręgowego, który oddalając roszczenie powódki wskazał na możliwość weryfikacji danych ujętych w warunkach emisji obligacji przez samą powódkę, nie dostrzegając takiego wymogu po stronie pozwanego domu maklerskiego.

Jeśli natomiast chodzi o dane dotyczące sytuacji finansowej spółki, to sam fakt przekroczenia wskaźnika dopuszczalnego zadłużenia z tytułu obligacji określonego w warunkach emisji obligacji serii (...), mógł być ustalony na podstawie raportów finansowych emitenta, które są powszechnie dostępne, bowiem są publikowane na portalu internetowym.

Nieujawnienie przekroczenia w dacie emisji obligacji serii (...) wskaźnika dopuszczalnego zadłużenia z tytułu obligacji określonego w warunkach emisji obligacji serii (...), samo przez się nie stanowi podstawy do czynienia pozwanemu zarzutu ukrywania informacji, jak oczekuje tego powódka. W świetle warunków emisji obligacji serii (...), przekroczenie to dawało jedynie obligatariuszom prawo postawienia obligacji serii (...) w stan natychmiastowej wymagalności. Tak też się stało, gdyż spółka (...) Sp. z o.o. postawiła oświadczeniem zawartym w piśmie z 12 listopada 2012 r. nabyte obligacje serii (...) w stan wymagalności. Postawienie obligacji serii (...) w stan wymagalności, w świetle warunków emisji obligacji serii (...), dawało z kolei nabywcom obligacji serii (...) prawo postawienia tych obligacji w stan natychmiastowej wymagalności. Trzeba jednakże wskazać, że powódka nie wykazała w toku niniejszego procesu, by pozwany przed 18 kwietnia 2013 r. był poinformowany o działaniach spółki (...) Sp. z o.o. W niniejszym procesie powódka przedstawiła jedynie dowody powiadomienia o tym (...) (k. 89). Co prawda świadek P. D. na rozprawie dnia

27 maja 2015 r. w swych zeznaniach wskazał, że jego zdaniem pozwany był o tym fakcie informowany, ale w swych twierdzeniach nie był kategoryczny.

Zdaniem Sądu Apelacyjnego sam zatem fakt postawienia obligacji serii (...) w stan wymagalności, jeśli nie zostało wykazane, że był znany pozwanemu, nie może uzasadniać wysuwania wobec pozwanego zarzutu udostępnienia dokumentów zawierających informacje nierzetelne, budzące wątpliwości czy wprowadzające w błąd.

Jednakże trafnie powódka wiąże przekroczenie wskaźników dopuszczalnego zadłużenia przy emisji obligacji serii (...) z obowiązkiem czuwania przez pozwanego, czy emisja obligacji nie niesie relacje ryzyka dla klientów. Prawdą jest, iż pozwany, jako dom maklerski, nie musi dokonywać szczegółowych analiz finansowych emitentów. Nie oznacza to jednak, że sytuacja finansowa emitenta nie powinna interesować domu maklerskiego. W szczególności w sytuacji, gdy współpraca z emitentem była już zawieszona nie tylko z uwagi na sygnalizowane jej konflikty pomiędzy akcjonariuszami czy osobami wchodzącymi w skład organów spółki, ale również z uwagi na pogarszającą się sytuację finansową spółki, uznać należy, iż przed przystąpieniem do kolejnej emisji obligacji pozwany winien był upewnić się, czy nie naraża klientów na ryzyko szkody. Trzeba bowiem wskazać, że już w 2012 r. pozwany wiedział o złej sytuacji finansowej emitenta i m.n. z tego powodu zawiesił w nim współpracę. Zaniechanie rzetelnego zbadania czy w dacie emisji obligacji sytuacja emitenta w dalszym ciągu nie rodzi realnego ryzyka dla klientów uzasadnia zarzut działania bez uwzględnienia najlepiej pojętego interesu klienta i naruszenia obowiązku działania zgodnego z zasadami uczciwego obrotu. Zgromadzony w sprawie materiał dowodowy nie pozwala bowiem na przyjęcie, by sytuacja finansowa spółki po zawieszeniu współpracy, uległa poprawie. O ile dom maklerski nie ma obowiązku dokonywania szczegółowych analiz finansowych emitenta i czynienia w tym zakresie dochodzeń, o tyle z pewnością ma obowiązek analizowania dokumentów, które są powszechnie dostępne, gdyż są udostępniane w ramach obowiązków informacyjnych. Sam fakt pogłębiającego się zadłużania pozwanego, o czym m.in. świadczyło przekroczenie wskaźnika dopuszczalnego zadłużenia z tytułu obligacji określonego w warunkach emisji obligacji serii (...), winien być być dostrzeżony przez pozwanego i oceniony z punktu widzenia obowiązku troski o interesy potencjalnych klientów oraz obowiązku działania zgodnie z zasadami uczciwego obrotu, jeśli tylko, nawet bez specjalistycznej wiedzy, można było uznać, że ryzyko naruszenia praw klientów zachodzi i jest ono realne.

Zdaniem Sądu Apelacyjnego na gruncie okoliczności niniejszej sprawy, w szczególności danych ze sprawozdań finansowych, należy przyjąć że takie ryzyko było realne, a przekroczenie wskaźnika dopuszczalnego zadłużenia z tytułu obligacji określonego w warunkach emisji obligacji serii (...) było jedynie jednym z symptomów tego stanu.

Trzeba bowiem wskazać na kolejną okoliczność która świadczy nie tylko o nieprawidłowościach w emisji obligacji, ale również naruszeniu przez pozwanego obowiązku troski o interesy potencjalnych klientów oraz obowiązku działania zgodnie z zasadami uczciwego obrotu. Otóż, wskaźnik zadłużenia, mający upoważniać do żądania wcześniejszego wykupu obligacji serii (...), zgodnie z pkt 15 lit. j) warunków emisji obligacji serii (...), był przekroczony już przed datą emisji tych obligacji, gdyż wynosił 1, (...), co wynika z raportu kwartalnego za IV kwartał 2012 r. Sam fakt przekroczenia tego wskaźnika w dacie emisji obligacji serii (...), nie był kwestionowany przez pozwanego. Pozwany natomiast bronił się argumentem, że żądanie wcześniejszego wykupu obligacji jest jedynie uprawnieniem obligatariuszy, a nie obowiązkiem, nie następuje też automatycznie. Zdaniem Sądu Apelacyjnego działania pozwanego, w tym oferowanie klientom obligacji serii (...), gdy warunki wcześniejszego wykupu tych obligacji były spełnione jeszcze przed emisją tych obligacji, jest sprzeczne z zasadami uczciwego obrotu i naraża interes klientów. Żądanie wcześniejszego wykupu obligacji jest co prawda uprawnieniem obligatariusza, ale jest to uprawnienie przyznane w związku z zaistniałym zagrożeniem inwestycji w dane instrumenty wywołanym, czy też jedynie leżącym po stronie emitenta. Zatem w istocie działania pozwanego polegające na oferowaniu klientom, w tym powódce, obligacji serii (...) było działaniem z naruszeniem zasad uczciwego obrotu, nawet jeśli sama powódka miała również możliwość we własnym zakresie analizy sprawozdań finansowych emitenta i co za tym idzie, wykrycia tego zagrożenia. Jeśli na podstawie danych ze sprawozdań finansowych emitenta w wynika, że zła sytuacja finansowa emitenta może nieść za sobą zagrożenie wykupu obligacji, a tym samym interesów klienta, dom maklerski nie powinien uczestniczyć w emisji obligacji, tak jak uczynił to pozwany w 2012 r. wstrzymując współpracę z (...) S.A. Co prawda przesłuchiwany w charakterze świadka T. K., który w latach 2009 – 2016 r. był członkiem zarządu pozwanego, zeznał, że pozwany przed emisją

obligacji serii (...) weryfikował sytuację finansową spółki na podstawie sprawozdań finansowych spółki – emitenta i informacji jej zarządu, ale w toku niniejszego postępowania pozwany nie przedstawił na tę okoliczność żadnego dowodu. W szczególności, nie wyjaśnił, z jakich powodów zadłużenie emitenta na datę emisji, nie zostało uznane za zagrożenie interesów klientów. Świadek wskazał, że pozwany nie ma możliwości sprawdzenia czy klient narusza tzw. konwenanty emisji, ale zarazem przyznał, że przekroczenie poziomu zadłużenia jest weryfikowane obiektywnie. Przyznał, że analitycy sięgali do sprawozdań finansowych emitenta. Trzeba jednakże wskazać, że analiza samych rocznych sprawozdań finansowych (...) S.A. winna być dokonana ze szczególną ostrożnością, gdyż już odnośnie sprawozdania za 2011 r. biegli rewidenci zgłosili zastrzeżenia, a jeśli chodzi o sprawozdanie za 2012 r. to w ogóle odmówili jego zatwierdzenia. Z kolei z informacji kwartalnych, jak zostało już wyżej wskazane, wynikała wysokość zadłużenia z tytułu obligacji, oraz wskaźnik zadłużenia. W tym stanie rzeczy, twierdzenie świadka, iż sytuacja emitenta musiała być dobra, bo inaczej nie przystąpiliby do emisji, nie przystaje do wskazywanych przez powódkę danych wynikających ze złożonych do akt sprawozdań okresowych spółki.

Nie ma natomiast racji powódka stawiając pozwanemu zarzut niepoinformowania jej o rzeczywistej sytuacji/kondycji finansowej emitenta. Trafnie wskazał Sąd Okręgowy, że żaden przepis prawa nie obliguje domu maklerskiego do informowania klientów czy też potencjalnych klientów o złej sytuacji finansowej emitenta.

Zdaniem Sądu Apelacyjnego nie ma również racji powódka, zarzucając pozwanemu błędne podanie w dokumencie informacji podstawowych, że emitent, tj. (...) S.A. posiada w dacie emisji udziały w (...) sp. z o.o. Takie informacje zostały przekazane pozwanemu w piśmie P. D. (1) do Zarządu (...) S.A. z dnia 24 kwietnia 2013 r., które dotarło do pozwanego 25 kwietnia 2013 r., a więc ostatniego dnia przyjmowania zapisów na obligacje. Tego typu informacje dotyczące (...) sp. z o.o. nie były ujawnione w KRS, zatem trudno oczekiwać od pozwanego, by bez możliwości należytej weryfikacji tych informacji wstrzymał proces emisji obligacji.

Zasadnie natomiast powódka zarzuciła w toku postępowania pierwszoinstancyjnego (pismo z dnia 14 listopada 2014 r.), że pozwany miał obowiązek poinformowania jej o rzeczywistym ryzyku związanym z nabywanymi obligacjami, lecz temu obowiązkowi uchybił.

Co do zasady, jak zostało to już wyżej wskazane, obowiązki informacyjne domu maklerskiego regulowała dyrektywa (...) nr (...), implementowana rozporządzeniem Ministra (...) z dnia 24 września 2012 r. w sprawie trybu i warunków postępowania firm inwestycyjnych, banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, oraz banków powierniczych, określanym również jako r.t.w.p.

Przed zawarciem umowy o świadczenie usług maklerskich firma inwestycyjna zobowiązana jest pozyskać od klienta podstawowe informacje dotyczące poziomu jego wiedzy o inwestowaniu w instrumenty finansowe oraz doświadczenia inwestycyjnego celem dokonania oceny, czy instrument finansowy będący przedmiotem oferowanej usługi maklerskiej lub sama usługa maklerska, która ma być świadczona na podstawie zawieranej umowy, są odpowiednie dla danego klienta (§ 15 ust. 1 r.t.w.p.).

Pozwany takiej oceny nie przeprowadził.

Pozwany uchybił również obowiązkom informacyjnym, o których mowa w § 9 ust. 1 oraz § 13 ust. 1 rozporządzenia. Obowiązki te mają na celu umożliwienie klientowi podjęcia racjonalnej decyzji o skorzystaniu z danej usługi. Pozwany nie tylko nie przedstawił dowodów na to, by uczynił zadość temu obowiązkowi, argumentując, że skoro pozwanego i powódki nie łączył żaden stosunek zobowiązaniowy, to nie miał wobec powódki obowiązków informacyjnych. Takie stanowisko zostało zaprezentowane przez pozwanego w piśmie procesowym z dnia 7 grudnia 2015 r.

Z treści maila P. P. z dnia 18 kwietnia 2013 r. informującego o ofercie dotyczącej obligacji (...) S.A. wynika, że pozwany wskazał jedynie na wysokość oprocentowania obligacji na poziomie 9,80% w skali rocznej i terminie przyjmowania zapisów na obligacje. Tymczasem jeśli pozwany prezentował potencjalne korzyści płynące z usługi lub instrumentu

finansowego, winien jednocześnie w sposób uczciwy i wyraźny wskazać wszelkie zagrożenia, jakie związane są z daną usługą lub instrumentem (§ 9 ust. 2 ppkt 3 i ust. 9 r.t.w.p.).

Pozwany nie przedstawił też w sposób odpowiadający wymogom z § 13 r.t.w.p. powódce ogólnego opisu istoty oferowanego instrumentu finansowego oraz ryzyka związanego z inwestowaniem w ten instrument finansowy, w sposób umożliwiający powódce, jako klientowi, podejmowanie świadomych decyzji inwestycyjnych, dostosowując zakres tej informacji do rodzaju instrumentu finansowego oraz kategorii, do której należy klient.

Obowiązek świadczenia usługi odpowiedniej dla danego klienta oczywiście nie oznacza, że usługi te będą korzystne dla klienta. Z kolei obowiązek informacyjny winien być realizowany przez przekazanie informacji o charakterze ogólnym, odnoszącym się do danego typu instrumentów finansowych, a nie konkretnych instrumentów finansowych. Poza tym informacje te winny być dostosowane do danej kategorii klienta, a nie konkretnych potrzeb konkretnego klienta, w tym przypadku powódki. Zatem informacja winna być depersonalizowana. Informacja domu maklerskiego winna jedynie powiększyć zakres wiedzy klienta o danym typie instrumentów finansowych. Obowiązek informacyjny – stanowi mechanizm ochrony nieprofesjonalnych inwestorów, zwłaszcza w sytuacji asymetrii informacyjnej.

Niewątpliwie obligacje nie są zbyt skomplikowanymi instrumentami finansowanymi. Nie oznacza to jednak, że nie niosą za sobą ryzyka, a tym samym pozwany winien udzielić powódce informacji o ryzykach związanych z tego typu instrumentami finansowymi. Przede wszystkim wskazać należy, że zaoferowane powódce obligacje były obligacjami niezabezpieczonymi. Tego typu instrumenty niosą za sobą poważne ryzyko, o którym potencjalni klienci, w tym powódka, przed podjęciem decyzji o ich nabyciu, winni być poinformowani. Sam natomiast fakt, iż powódka już poprzednio kupowała obligacje niezabezpieczone, nie może świadczyć o tym, że mała świadomość ryzyka związanych z zakupem obligacji niezabezpieczonych, skoro pozwany nie twierdził, by kiedykolwiek przekazywał powódce informacje o tego typu ryzykach. Tymczasem dla inwestora kwestia tego czy nabywa obligacje zabezpieczone czy też niezabezpieczone, jest nader istotna.

Co więcej, obligacje, jak wynika z warunków emisji obligacji, były obligacjami bez określonego celu emisji. Trafnie Sąd Okręgowy wskazał, że w związku z tym powódka winna gruntownie rozważyć ryzyko ekonomiczne związane z nabyciem tego typu obligacji. Tym niemniej, powódka w jakikolwiek sposób nie została poinformowana o ryzyku związanym z nabywaniem obligacji emitowanych bez określonego celu emisji.

Wyżej opisane nieprawidłowości w działaniach pozwanego noszą znamiona bezprawności w rozumieniu art. 415 k.c. i zostały zawinione przez pozwanego.

Mając na uwadze, że wszystkie opisane wyżej błędy i niejasności w przekazanych powódce przez pozwanego dokumentach związanych z emisją obligacji (...) S.A. serii (...), mogły wywoływać mylne wyobrażenie powódki co do charakteru nabywanych przez nią obligacji, zważywszy również na brak jakichkolwiek informacji ze strony pozwanego o oferowanych powódce instrumentach i związanych z nimi ryzykach, uznać należy, iż istnieje związek przyczynowy pomiędzy działaniami pozwanego, a szkodą powódki. Szkodą powódki jest utrata środków za nabyte w obligacje, bowiem nie zostało w sprawie wykazane, by istniały jakiekolwiek szanse na wykup przez emitenta obligacji serii (...).

Uznając, że przepis art. 415 k.c. daje podstawy do przypisania pozwanemu odpowiedzialności odszkodowawczej, zbędnym jest dokonywanie analizy roszczeń powódki na gruncie art. 484 k.s.h.

Tym niemniej, zdaniem Sądu Apelacyjnego, należy wziąć pod uwagę, iż otrzymana od pozwanego rekomendacja co do zakupu obligacji serii (...) była nader lakoniczna, powódka musiała mieć świadomość, że nie jest ona oparta na badaniu sytuacji emitenta, w taki sposób, w jaki takie badanie byłoby przeprowadzone, gdyby strony w umowie formalnie zawartej przewidziały m.in. wynagrodzenie należne za doradztwo inwestycyjne. Poza tym we własnym zakresie powódka nie dokonała żadnej analizy zasadności inwestycji w obligacje serii (...). Zachodzi konieczność uwzględnienia przyczynienia się powódki do powstania szkody na poziomie 50%, tym samym i obniżenia należnego powódce odszkodowania o 50%. Taki sam stopień przyczynienia

należy przyjąć również przyjmując odpowiedzialność pozwanego na gruncie art. 415 k.c., bowiem powódka we własnym zakresie nie przeprowadziła żadnej głębszej analizy dokumentów związanych z inwestycją w zaoferowane jej obligacje.

Mając powyższe na uwadze, Sąd Apelacyjny na podstawie art. 386 § 1 k.p.c. zmienił zaskarżony wyrok częściowo w punkcie pierwszym w ten sposób, że zasądza od (...) spółki akcyjnej w W. na rzecz M. A. (1) kwotę 105 000 zł z ustawowymi odsetkami za opóźnienie od dnia 11 lipca 2014 r. do dnia zapłaty.

Konsekwencją tej zmiany jest konieczność korekty rozstrzygnięcia w przedmiocie kosztów procesu. Powódka wygrała proces w 50%, zatem winna ponieść połowę kosztów procesu. Łącznie koszty procesu wyniosły 24 934 zł. Powódka poniosła koszty w kwocie 17 717 zł (10 500 zł opłata od pozwu i wynagrodzenie pełnomocnika w kwocie 7217 zł), a powinna ponieść koszty w kwocie 12 476 zł. Dlatego też Sąd Apelacyjny zmienił zaskarżony wyrok również w punkcie drugim w ten sposób, że zasądził od (...) spółki akcyjnej w W. na rzecz M. A. (1) kwotę 5.250 zł tytułem z zwrotu kosztów procesu.

W pozostałym zakresie apelacja powódki, jako bezzasadna, podlegała oddaleniu na podstawie art. 385 k.p.c.

W oparciu o art. 100 k.p.c. Sąd Apelacyjny dokonał stosunkowego rozdzielenia kosztów postępowania apelacyjnego. Powódka wygrała proces na etapie postępowania apelacyjnego w 50%, winna zatem ponieść jedynie 50% kosztów tego postępowania. Dlatego też Sąd Apelacyjny zasądził od pozwanego na rzecz powódki kwotę 5 250 zł tytułem zwrotu kosztów postępowania apelacyjnego.

z.za

Dagmara Olczak – Dąbrowska Beata Kozłowska Katarzyna Jakubowska – Pogorzelska