

# Roszczenie odszkodowawcze z tytułu obniżenia wartości akcji



Maciej Pannert

Doktor nauk prawnych. Adiunkt w Katedrze Prawa Cywilnego Wydziału Prawa Uniwersytetu w Białymstoku. Autor publikacji z zakresu prawa cywilnego i upadłościowego.

## *The Claim for Damages in the Event of Stock Share Value Slump*

*This article attempts to answer the question whether a shareholder has a right to compensation in the event of a decline in share value resulting from any wrongdoing causing damage directly to the company. So defined research question induces discussion on two major conceptual grounds. On the one hand, broader analysis of principles governing liability in damages by virtue of the provisions of the Polish civil law shall be expounded. On the other hand, thorough consideration will be given to peculiarity of a shareholder's stake and involvement in the company and the legal nature of shares as such. The aforementioned findings will have conclusively led to determine the question of whether a shareholder as a de facto victim is entitled to compensation for his own injury which in fact constitutes part of damage sustained by the company.*

### Wstęp

Zjawisko wahania się, w tym zwłaszcza spadku wartości rynkowej akcji, samo w sobie nie jest nadzwyczajne, a można by rzec, że jest naturalną konsekwencją poddania wyceny akcji prawu popytu i podaży. Ze swej natury zatem wartość rynkowa akcji (zwłaszcza tych oferowanych na rynku regulowanym) jest wartością spekulacyjną, uzależnioną od wielu czynników, również nieprzewidywalnych, irracjonalnych, jak chociażby panujących na rynku nastrojów czy emocji inwestorów – ich optymizmu

albo pesymizmu<sup>1</sup>. Stąd też w realiach wolnorynkowych z faktem posiadania akcji czy precyzyjniej: z faktem bycia akcjonariuszem związane jest istotne ryzyko finansowe, z całkowitą utratą wartości akcji włącznie.

<sup>1</sup> A. Szumański (w): tenże (red.), *Prawo papierów wartościowych, System Prawa Prywatnego*, t. 19, Warszawa 2006, s. 94; K. Haładyj, J. Jastrzębski, *Naruszenie obowiązków informacyjnych emitentów – zagadnienia szkody*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2008 nr 4, s. 48 i 55; J. Socha, *Rynek papierów wartościowych w Polsce*, Warszawa 2003, s. 435.

Wątpliwości mogą się jednak pojawić w przypadku, gdy spadek wartości akcji jest refleksem, następstwem doznanej przez spółkę szkody, za którą to sprawca ponosi wobec spółki odpowiedzialność. Na tym tle rodzi się więc pytanie o fundamentalnym

wych granic odpowiedzialności odszkodowawczej, a jednocześnie prowokuje do ponownego podjęcia refleksji nad niezwykle ceną dla praktyki obrotu gospodarczego problematyką.



## Akcjonariusz jest podmiotem czynnie legitymowanym do dochodzenia kompensaty doznanej przez siebie szkody, spowodowanej spadkiem (utrata) wartości akcji, będącej następstwem szkody doznanej przez spółkę.

znaczeniu, czy na gruncie przepisów o odpowiedzialności odszkodowawczej akcjonariusz spółki akcyjnej jest uprawniony do dochodzenia kompensaty doznanej szkody, polegającej na spadku (utracie) wartości akcji w następstwie wyrządzenia szkody spółce akcyjnej. Problematyka niniejsza, doniosła tak z teoretycznego, jak i (a może przede wszystkim) z praktycznego punktu widzenia, doczekała się już wprawdzie wypowiedzi polemicznych w doktrynie, jednakże w judykaturze nie była, jak do tej pory, częstym tłem podejmowanych przez sądy rozstrzygnięć. Należy zatem podkreślić znaczenie, jakie dla rozważań nad przedmiotową materią ma stosunkowo niedawno wydany wyrok Sądu Najwyższego – z dnia 22 czerwca 2012 r., V CSK 438/11 – w którym podzielił on kierunek interpretacyjny zarysowany już wcześniej w wyrokach sądów *meriti*: Sądu Okręgowego we Wrocławiu z dnia 15 marca 2010 r., I C 1004/06 i Sądu Apelacyjnego we Wrocławiu z dnia 12 kwietnia 2011 r., I ACa 719/10. W powołanych orzeczeniach sądy poszczególnych instancji uznały, iż akcjonariusz jest podmiotem czynnie legitymowanym do dochodzenia kompensaty doznanej przez siebie szkody, spowodowanej spadkiem (utrata) wartości akcji, będącej następstwem szkody doznanej przez spółkę.

Prezentowane stanowisko judykatury z pewnością stanowi ważny głos w dyskusji na temat podmioto-

### 1. Prawna doniosłość szkody akcjonariusza w postaci spadku (utruty) wartości akcji w ujęciu doktrynalnym

Doktryna nie wypracowała w niniejszej materii stanowiska, które można by uznać za dominujące. Linie demarkacyjną sprzecznych poglądów wyznacza tu zagadnienie przesłanek ograniczających zakres podmiotowy odpowiedzialności odszkodowawczej *ex delicto*. Nie budzi bowiem wątpliwości pogląd, iż sprawca zdarzenia szkodzącego nie może i nie powinien ponosić odpowiedzialności wobec wszelkich podmiotów, których uszczerbek pozostaje nawet w bardzo odległym ciągu powiązań kausalnych z tym zdarzeniem<sup>2</sup>.

Przeciwnicy prawnej doniosłości szkody akcjonariusza stanowiącej refleks szkody spółki opierają propozycje delimitacji szkód prawnie relewantnych i szkód posiadających wyłącznie wymiar ekonomiczny m.in. na koncepcji bezprawności względnej i spe-

2 T. Dybowski (w:) Z. Radwański (red.), *Prawo zobowiązań – część ogólna, System Prawa Cywilnego*, t. 3, cz. 1, Wrocław–Warszawa–Kraków–Gdańsk–Łódź 1981, s. 259; Z. Radwański, A. Olejniczak, *Zobowiązania*, wyd. 9, Warszawa 2010, s. 88; W. Czachórski i in., *Zobowiązania. Zarys wykładu*, wyd. 7, Warszawa 2002, s. 209.

cyfice prawnej konstrukcji spółki akcyjnej, jako odrębnego od akcjonariusza podmiotu prawa<sup>3</sup>.

Protagonisci wspomnianej tezy o indemnizacji szkody akcjonariusza podnoszą z kolei, iż wystarczającym narzędziem w sposób rozsądny pozwalającym ograniczyć podmiotowy zakres odpowiedzialności odszkodowawczej jest właściwie zrekonstruowany, adekwatny związek przyczynowy, w ramach którego sprawca zdarzenia szkodzącego ponosi odpowiedzialność tylko za normalne następstwa swojego zachowania (art. 361 § 1 k.c.)<sup>4</sup>. W tym też zakresie nie bez znaczenia pozostaje istota i charakter prawny akcji, jako prawa podmiotowego przysługującego wyłącznie akcjonariuszowi<sup>5</sup>.

Problemowa materia prowokuje także pytanie, czy konstrukcja spółki akcyjnej wymusza modyfikację cywilnoprawnych zasad odpowiedzialności odszkodowawczej i jakie konsekwencje związane są z przyznaniem akcjonariuszowi, na gruncie kodeksu spółek handlowych<sup>6</sup> (dalej: k.s.h.), możliwości dochodzenia naprawienia szkód własnych na zasadach ogólnych, dla której to podstawę stanowi przepis art. 490 k.s.h.

Na potrzeby niniejszego opracowania w sposób ramowy zostaną poniżej przedstawione najbardziej

reprezentatywne argumenty wspierające każdą z dwóch, przeciwstawnych względem siebie koncepcji.

### **Argumenty za odrzuceniem tezy o dopuszczalności indemnizacji szkody akcjonariusza jako refleksu szkody spółki**

#### **a) Uszczerbek akcjonariusza jako szkoda pośrednia, irrelevantna prawnie**

Nie ulega wątpliwości, że uszczerbek akcjonariusza w postaci spadku (utraty) wartości akcji, będący następstwem szkody wyrządzonej bezpośrednio spółce, pozostaje w pośrednim związku kauzalnym ze zdarzeniem szkodzącym<sup>7</sup>. Spółka jest bowiem odrębnym podmiotem prawa od akcjonariusza, który partycypuje w jej majątku w sposób pośredni – występuje tu rozdział kapitału od zarządzania (wspólnicy powierzają swój kapitał spółce – a w istocie członkom jej zarządu – wnosząc do niej wkłady)<sup>8</sup>. Zgodnie zaś z zapatrywaniem części doktryny, które znajduje odbicie zwłaszcza we wcześniejszym orzecznictwie, w zasadzie tylko ten może żądać odszkodowania, przeciwko komu jest skierowane działanie sprawcy<sup>9</sup>. Stąd wniosek, iż akcjonariusz

3 M. Kaliński, *Szkoda poniesiona przez spółkę akcyjną a szkoda poniesiona przez akcjonariusza w świetle przepisów kodeksu spółek handlowych i kodeksu cywilnego – polemika*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2007, nr 9, s. 54; K. Bielawska, *Dochođenje roszczeń spółki kapitałowej przez jej współników (actio pro socio)*. Warszawa 2008, s. 76; J. Jastrzębski, *O granicach kompensacji* (w:) tenże (red.), *Odpowiedzialność odszkodowawcza*, Warszawa 2007, s. 14; P. Błaszczak, *Odpowiedzialność menedżerów spółek za zawieranie umów opcji walutowych*, „Prawo Spółek” 2009, nr 6, s. 7; M. Olechowski, *O relacji między szkodą poniesioną przez spółkę akcyjną a szkodą poniesioną przez akcjonariusza – polemika*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2007, nr 9, s. 56.

4 A. Chłopecki, *Szkoda poniesiona przez spółkę akcyjną a szkoda poniesiona przez akcjonariusza w świetle przepisów kodeksu spółek handlowych i kodeksu cywilnego*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2007, nr 5, s. 16; D. Wycech, *Prawna relewancja szkody akcjonariusza stanowiącej refleksu szkody spółki akcyjnej*, „Prawo Spółek” 2010, nr 5, s. 46.

5 W. Popiołek, *Akcja – prawo podmiotowe*, Warszawa 2010, s. 3.

6 Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych (tekst jedn. Dz.U. z 2013 r., poz. 1030).

7 J. Jastrzębski, *O granicach...*, dz. cyt., s. 16; L. Stecki, *Problematyka odpowiedzialności za szkodę pośrednią* (w:) S. Sołtyński (red.), *Problemy kodyfikacji prawa cywilnego (studia i rozprawy)*. Księga pamiątkowa ku czci Profesora Zbigniewa Radwańskiego, Poznań 1990, s. 293; M. Kaliński (w:) A. Olejniczak (red.), *Prawo zobowiązań – część ogólna, System Prawa Prywatnego*, t. 6, Warszawa 2009, s. 131.

8 A. Szumański, *Zagadnienia konstrukcyjne odpowiedzialności członka zarządu spółki kapitałowej względem współnika* (w:) M. Pyziak-Szafnicka (red.), *Odpowiedzialność cywilna. Księga pamiątkowa ku czci Profesora Adama Szpunara*, Kraków 2004, s. 593.

9 M. Kaliński, *Glosa do wyroku SN z dnia 22 czerwca 2012 r., V csk 338/II*, „Państwo i Prawo” 2013, nr 2, s. 130; A. Szpunar, *Odpowiedzialność cywilna. Komentarz w formie glos*, Sopot 1997, s. 589; wyrok SN z dnia 28 stycznia 1972 r., CR 615/72, OSPiKA 1974 nr 1, poz. 7; wyrok SN z dnia 23 kwietnia 1982 r., IV CR 60/82, OSPiKA 1983 nr 2, poz. 27; wyrok SN z dnia 20 maja 1983 r., IV PR 86/83, OSPiKA 1984 nr 12, poz. 264; wyrok SN z dnia 13 października 1987 r., IV CR 266/87, OSPiKA 1988 nr 4, poz. 96; uchwała SN z dnia 27 kwietnia 2001 r., III CZP 5/01, OSP 2003, nr 6, poz. 74.

może być uznany za poszkodowanego w znaczeniu ekonomicznym, naturalnym, ale nie normatywnym. W konsekwencji roszczenie kompensacyjne w przypadku „pośrednio” poszkodowanego akcjonariusza nie powstaje, z uwagi na brak podstawy prawnej takiego roszczenia. Co najmniej kilka argumentów niniejszą tezę wspiera.

Przed wszystkim brak wyraźnego ograniczenia podmiotowego zakresu odpowiedzialności *ex delicto* prowadziłoby – zwłaszcza jak się wydaje w omawianym kontekście – do zasypania sądów pozwa-

miwnym wypadku regulację niniejszą należałoby traktować jako *superfluum*<sup>12</sup>. Podnosi się w związku z tym, iż wyjątki od zasady podmiotowego ograniczenia indemnizacji do bezpośrednio poszkodowanego nie mogą być wykładane rozszerzająco, dlatego też „pośrednio” poszkodowany nie jest legitymowany czynnie do dochodzenia kompensaty swojego uszczerbku<sup>13</sup>. Ocena ekonomiczna bowiem nie może przesądzać oceny prawnej.

Argument wspierający tezę o prawnej doniosłości tylko szkód bezpośrednich wspiera także wykład-

## ” Uszczerbek akcjonariusza w postaci spadku (utruty) wartości akcji, będący następstwem szkody wyrządzonej bezpośrednio spółce, pozostaje w pośrednim związku kauzalnym ze zdarzeniem szkodzącym.

akcjonariuszy, którzy liczyliby na kompensatę negatywnych skutków podjętego ryzyka finansowego, związanego z inwestowaniem na rynku akcji<sup>10</sup>.

Konieczność ograniczenia indemnizacji wyłącznie do podmiotu bezpośrednio poszkodowanego zdarzeniem szkodzącym, czyli do takiego, przeciwko któremu bezpośrednio był skierowany czyn niedozwolony przypisany sprawcy, poza wskazanym powyżej argumentem natury teleologicznej uwarunkowana jest także systemowo i – jak się podnosi – wynika m.in. z zamieszczenia w kodeksie cywilnym przepisu art. 446 § 2 i 3<sup>11</sup>. Istnienie tej regulacji, umożliwiającej członkom rodziny zmarłego dochodzenie kompensaty uszczerbku, jakiego doznali w następstwie jego śmierci, należy więc uznać za wyjątek od zasady indemnizacji szkody bezpośredniej. W prze-

nia językowa art. 361 i 415 k.c. Pierwsza z powołanych regulacji formułuje granice odpowiedzialności z punktu widzenia związku przyczynowego<sup>14</sup> i jak zaznaczono, wyraźnie pozycjonuje szkodę jako „skutek pewnego działania”, z którego ona wynikła. Wedle tej koncepcji szkoda jest zatem wynikiem, do którego prowadzi związek przyczynowy, a nie jest elementem takiego związku<sup>15</sup>.

Przepis art. 415 k.c. odnosi się natomiast do szkody wyrządzonej „drugiemu” w sposób zawiniony, co należałoby uznać za wystarczającą przesłankę do przyjęcia, że chodzi o bezpośredniość relacji między sprawcą a poszkodowanym. Wina, jako subiektywny element bezprawności w ujęciu art. 415 k.c., ma w związku z tym odnosić się do czynu niedozwolo-

10 Por. M. Olechowski, *O relacji...*, dz. cyt., s. 57.

11 M. Kaliński, *Szkoda poniesiona...*, dz. cyt., s. 53; M. Olechowski, *O relacji...*, dz. cyt., s. 55; J. Jastrzębski, *O granicach...*, dz. cyt., s. 12; M. Kaliński, *Glosa...*, dz. cyt., s. 130.

12 Tamże.

13 M. Kaliński, *Szkoda poniesiona...*, dz. cyt., s. 52.

14 A. Rzeteska-Gil, *Kodeks cywilny. Komentarz. Zobowiązania – część ogólna*, LEX/el. 2011, komentarz do art. 361 k.c., teza nr 1.

15 M. Olechowski, *O relacji...*, dz. cyt., s. 56.

nego, a nie konsekwencji, jakie wywołuje już nie sam czyn, lecz naruszenie czynem wywołane<sup>16</sup>.

W świetle powołanej argumentacji zachowania bezprawne względem spółki nie są więc już takimi w stosunku do jej akcjonariuszy<sup>17</sup>. Podkreślono jednocześnie, iż ograniczenie indemnizacji do bezpośrednio poszkodowanego nie znajduje zastosowania,

spółki przekłada się jednak na zakres jego uprawnień względem majątku powierzzonego spółce. Jeśli zatem spółka poniesie szkodę, to zasadniczo tylko ona, jako podmiot poszkodowany, będzie mogła realizować swoje roszczenie kompensacyjne względem sprawcy zdarzenia szkodzącego. Swego rodzaju wyjątkiem od tej zasady jest przyznane akcjonariuszowi prawo do



## Szkoda jest wynikiem, do którego prowadzi związek przyczynowy, a nie jest elementem takiego związku.

gdy mamy do czynienia z zamiarem wyrządzenia szkody osobie trzeciej. W takiej bowiem sytuacji odpowiedzialność za *dolus* czy *animus laedendi* doznaje pierwszeństwa przed ograniczeniami indemnizacji do bezpośrednio poszkodowanego<sup>18</sup>.

### **b) Legitymacja czynna spółki do dochodzenia kompensaty szkód jej wyrządzonych, jako okoliczność wyłączająca legitymację czynną akcjonariusza do dochodzenia kompensaty szkód własnych (pośrednich), stanowiących refleks szkody spółki**

Z istoty spółki akcyjnej, jako odrębnego od akcjonariusza podmiotu prawa – o czym już wcześniej wspomniano – wynika rozdzielenie funkcji „właściwocielskich” od „menedżerskich”. Akcjonariusz – inwestor – powierza zatem spółce środki majątkowe, które zostają objęte zarządkiem organów spółki (zwłaszcza zarządu), dzięki czemu ogranicza on swoje osobiste ryzyko związane z realizowanym przez spółkę przedsięwzięciem gospodarczym wyłącznie do wartości wniesionego wkładu<sup>19</sup>. Ten pośredni charakter uczestnictwa przez akcjonariusza w działalności

wniesienia pozwu o odszkodowanie dla spółki, określane mianem *actio pro socio*, na podstawie art. 486 k.s.h.<sup>20</sup> Wspomnianego uprawnienia nie można jednak kwalifikować jako instrumentu, który pozwalałby akcjonariuszowi na dochodzenie szkody własnej (pośredniej). *Actio pro socio* akcjonariusz może bowiem realizować jedynie wtedy, gdy spółka (a właściwie zarząd lub rada nadzorcza) nie wytoczy powództwa przeciwko sprawcy szkody w trybie art. 483 k.s.h. w terminie roku od dnia ujawnienia czynu szkodzącego. Wprawdzie wytaczając powództwo o naprawienie szkody na podstawie art. 486 k.s.h., akcjonariusz działa w imieniu własnym (jako powód), lecz czyni to na rachunek spółki (jako jej zastępca), która ostatecznie będzie beneficjentem zasądzonego na jej rzecz odszkodowania<sup>21</sup>. Konstrukcja prawna spółki akcyjnej i wynikający z niej pośredni udział akcjonariusza w jej działalności przesądzały tym samym m.in. o tym, iż szkoda wyrządzona spółce nie może być jednocześnie uznana za szkodę poniesioną przez akcjonariusza<sup>22</sup>. Choć bowiem skutek zmniejszenia

16 M. Kaliński, *Szkoda poniesiona* ..., dz. cyt., s. 54.

17 Tamże, s. 53.

18 Tamże, s. 52; tenże, *Glosa*..., dz. cyt., s. 133; A. Szumański, *Zagadnienia konstrukcyjne*..., dz. cyt., s. 606.

19 Tamże, s. 593; D. Wycech, *Prawna relewancja*..., dz. cyt., s. 43.

20 A. Szumański, *Zagadnienia konstrukcyjne*..., dz. cyt., s. 602.

21 K. Bilewska, *Dochodzenie roszczeń spółki kapitałowej przez jej współników (actio pro socio)*, Warszawa 2008, s. 74; A. Kidyba, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, t. 2, LEX/el, komentarz do art. 486, teza nr 2.

22 J. Jastrzębski, *O granicach* ..., dz. cyt., s. 13 i 14; M. Olechowski, *O relacji*..., dz. cyt., s. 57.

się majątku spółki w następstwie zdarzenia szkodzącego akcjonariusz dozna uszczerbku, np. związanego ze zmniejszeniem się kwoty wypłacanej dywidendy czy kwoty likwidacyjnej, to jednak nie ulega wątpliwości, że tego rodzaju uszczerbki – z uwagi na roz-

wództwo o naprawienie szkody będącej następstwem tego samego zdarzenia szkodzącego przysługiwałoby bowiem w takim wypadku zarówno spółce, jak i akcjonariuszowi. W konsekwencji osoba odpowiedzialna byłaby podwójnie obciążona obowiązkiem



## Konstrukcja prawna spółki akcyjnej i wynikający z niej pośredni udział akcjonariusza w jej działalności przesądzają o tym, iż szkoda wyrządzona spółce nie może być jednocześnie uznana za szkodę poniesioną przez akcjonariusza.

dział kompetencji właścicielskich i menedżerskich – nie będą mogły być indywidualnie kompensowane przez akcjonariusza w drodze powództwa<sup>23</sup>. Podmiotem legitymowanym czynnie do „pośredniego” kompensowania tych uszczerbków, niejako na rzecz czy w interesie akcjonariuszy, będzie bowiem wyłącznie spółka<sup>24</sup>. Jednak w konsekwencji wyegzekwowania przez spółkę odszkodowania, jej majątek powinien zostać przywrócony do stanu sprzed zdarzenia szkodzącego, tym samym wspomniane indywidualne uszczerbki akcjonariuszy zostałyby właśnie w sposób pośredni skompensowane. Powyższe wywody stanowią także tło dla zgłoszonej w doktrynie tezy, iż jurydyczna konstrukcja art. 486 k.s.h. przesądza o intencji ustawodawcy, by nadać pierwszeństwo kompensacie szkody wyrządzonej spółce, a nie akcjonariuszowi<sup>25</sup>. Podnosi się w związku z tym, iż umożliwienie akcjonariuszowi dochodzenia szkód własnych stanowiących refleks szkody spółki prowadziłoby w istocie do nieuzasadnionego wzbogacenia poszkodowanego, skoro doznany przez niego uszczerbek podlegałby podwójnej kompensacie. Po-

kompensaty, a uszczerbek akcjonariusza byłby kompensowany zarówno wyegzekwowanym przez spółkę świadczeniem odszkodowawczym, jak również takim samym świadczeniem wyegzekwowanym przez akcjonariusza<sup>26</sup>. Zarysowane rozwiązanie jurydyczne byłoby niewątpliwie sprzeczne z istotą odpowiedzialności odszkodowawczej, która to w żadnym razie nie może prowadzić do karania sprawcy szkody i jednocześnie wzbogacenia poszkodowanego, ale powinna służyć przede wszystkim restytucji stanu sprzed wyrządzenia szkody.

Na marginesie niejako należy zwrócić jeszcze uwagę na wyrażony w doktrynie pogląd, iż uszczerbek poniesiony przez spółkę nie przekłada się automatycznie na spadek wartości akcji. Z punktu widzenia akcjonariusza dochodzi bowiem do zastąpienia jednego aktywa drugim, wartością zrealizowanego roszczenia odszkodowawczego<sup>27</sup>.

W odniesieniu do zaprezentowanych powyżej poglądów o wyłączeniu legitymacji czynnej akcjonariusza do dochodzenia kompensaty szkód własnych stanowiących refleks szkody spółki, nie sposób nie

23 D. Wycech, *Prawna relewancja...*, dz. cyt., s. 43.

24 Tamże; M. Olechowski, *O relacji...*, dz. cyt., s. 57; A. Szumański, *Zagadnienia konstrukcyjne...*, dz. cyt., s. 602.

25 M. Olechowski, *O relacji...*, dz. cyt., s. 57.

26 M. Kaliński, *Glosa...*, dz. cyt., s. 130; M. Olechowski, *O relacji...*, dz. cyt., s. 57; *Odpowiedzialność menedżerów...*, dz. cyt., s. 6;

D. Wycech, *Prawna relewancja...*, dz. cyt., s. 44.

27 M. Olechowski, *O relacji...*, dz. cyt., s. 57.

nawiązać jeszcze do regulacji art. 490 k.s.h. Przepis ów przewiduje bowiem możliwość dochodzenia naprawienia przez akcjonariusza oraz inne osoby szkody im wyrządzonej na zasadach ogólnych,

związku przyczynowego na gruncie polskiego prawa cywilnego opiera się na założeniu, iż sprawca zdarzenia szkodzącego ponosi odpowiedzialność tylko za „normalne” następstwa swojego działania lub zanie-



## Normalnymi następstwami danej przyczyny są te, których prawdopodobieństwo powstania każdorazowo zwiększa się przez zaistnienie danej przyczyny.

przewidzianych w kodeksie cywilnym, bez względu na postanowienia art. 479 i 489 k.s.h. Podkreślono jednak, iż z uwagi na brak podstaw do dochodzenia szkód pośrednich na gruncie kodeksu cywilnego, regulacja art. 490 k.s.h. nie może być w żadnym razie traktowana jako samodzielna podstawa prawna w tym zakresie<sup>28</sup>.

**Argumenty za przyjęciem tezy o dopuszczalności indemnizacji szkody akcjonariusza jako refleksu szkody spółki**

**a) Konstrukcja adekwatnego związku przyczynowego jako narzędzie wystarczające do wyznaczenia granic podmiotowego zakresu odpowiedzialności odszkodowawczej**

Akceptując tezę o konieczności ograniczenia podmiotowego zakresu odpowiedzialności odszkodowawczej do zakresu zgodnego z realiami ekonomicznymi i moralnymi, zwolennicy poglądu o dopuszczalności indemnizacji szkód akcjonariuszy stanowiących refleks szkody spółki wskazują na sformułowaną w art. 361 § 1 k.c. konstrukcję normalnego związku przyczynowego, jako wystarczającego sposobu dla selekcji następstw zdarzenia szkodzącego objętych indemnizacją<sup>29</sup>. Koncepcja normalnego

chania. Powstaje oczywiście wątpliwość co do tego, jakie następstwa danego zdarzenia można uznać za normalne w rozumieniu art. 361 § 1 k.c. Kwestia jest niewątpliwie dyskusyjna i wymaga analizy konkretnego stanu faktycznego, niemniej trafny wydaje się pogląd, że kryterium normalności spełniają te następstwa, które są typowe lub oczekiwane w zwykłej kolei rzeczy, a niebędące rezultatem wyjątkowego zbiegu okoliczności<sup>30</sup>. Innymi słowy: normalnymi następstwami danej przyczyny są te, których prawdopodobieństwo powstania każdorazowo zwiększa się przez zaistnienie danej przyczyny. Takie ujęcie normalności następstw odpowiada tzw. obiektywnej teorii adekwatności<sup>31</sup>. W doktrynie, jak i orzecznictwie podnosi się przy tym, że dla uznania typowości skutku badanego zdarzenia nie ma znaczenia okoliczność przewidywalności następstwa przez sprawcę szkody, ponieważ okoliczność przewidywalności nie jest

<sup>30</sup> Orzeczenie SN z dnia 2 czerwca 1956 r., 3 CR 515/56, OSN 1957, nr 1, poz. 24; T. Wiśniewski (w:) *Komentarz do kodeksu cywilnego. Księga trzecia. Zobowiązania*, t. 1, wyd. 10, Warszawa 2011, s. 76; W. Czachórski (w:) *Kodeks cywilny. Komentarz*, t. 2, Warszawa 1972, s. 867.

<sup>31</sup> T. Dybowski (w:) Z. Radwański (red.), *Prawo zobowiązań*, dz. cyt., s. 256; Z. Banaszczyk (w:) K. Pietrzykowski (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz do artykułów 1-449*<sup>99</sup>, t. 1, s. 1326; A. Olejniczak (w:) A. Kidyba (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz. Tom III. Zobowiązania. Część ogólna*, LEX/el 2010, komentarz do art. 361, teza nr 5.

<sup>28</sup> K. Bilewska, *Dochodzenie roszczeń...*, dz. cyt., s. 74 i 75.

<sup>29</sup> A. Chłopecki, *Szkoda poniesiona...*, dz. cyt., s. 16; D. Wycech, *Prawna relewancja...*, dz. cyt., s. 46.

kategorią związku przyczynowego, lecz kwestią subiektywną, mogącą mieć znaczenie tylko z punktu widzenia winy<sup>32</sup>.

Na tym tle rodzi się jednak kolejna wątpliwość. Czy wobec przesłanki poszkodowanego zostaje w ogóle spełniona przesłanka bezprawności, która warunkuje odpowiedzialność sprawcy zdarzenia szkodzącego? Kontestując teorię „bezprawności względnej”, argumentuje się, iż zwłaszcza w przypadku odpowiedzialności *ex delicto* bezprawności nie należy rozpatrywać w kategoriach „kierunkowych”, a zatem „wobec kogoś”. Istotne dla uznania określonego zdarzenia za bezprawne jest bowiem ustalenie, czy doszło do naruszenia abstrakcyjnej reguły postępowania. Tym samym o bezprawności przesądza sam fakt naruszenia powszechnego i ogólnego nakazu lub zakazu, którego skutek może odnosić się także do osób niepozostających w relacjach prawnych z podmiotem odpowiedzialnym, ale jednak znajdujących się w sytuacji, która wskazuje na zasadność domagania się przestrzegania pewnych zachowań<sup>33</sup>. W konsekwencji bezprawność, jako cechę czynu niedozwolonego, należy przypisywać określonemu zachowaniu, ze względu na zakaz lub nakaz, który został naruszony, a nie ze względu na podmiot, którego to zachowanie dotyczy<sup>34</sup>. Bezprawny charakter ma zatem zarówno działanie skierowane przeciwko dobru konkretnego podmiotu, jak i działanie, którego ubocznym, acz przewidywalnym skutkiem jest wyrządzenie szkody osobie trzeciej (refleksowe działanie sprawcy). W tym też kontekście trudno odmówić słuszności pogładowi, według którego bezprawność w rozumieniu reżimu deliktowego należy rozpatrywać jako efekt ogólnego, normatywnego zakazu, skutecznego *erga omnes* – niewyrządzania sobie nawzajem szkody<sup>35</sup>.

Z perspektywy zaprezentowanej argumentacji odnoszącej się do pojęcia bezprawności jako prze-

stanki odpowiedzialności odszkodowawczej należałoby więc uznać, że zakres podmiotowy indemnizacji szkody wyznaczyć może zasadniczo tylko konstrukcja adekwatności związku przyczynowego. Tym samym pośredniość powiązań kauzalnych między uszczerbkiem poszkodowanego a zdarzeniem szkodzącym noszącym cechy bezprawności, nie uzasadnia odmowy kompensaty doznanego uszczerbku, o ile ów pośredni uszczerbek stanowi normalne następstwo zdarzenia szkodzącego<sup>36</sup>.

Warto jeszcze w tym miejscu powołać pogląd będący w opozycji do zgłaszanego i powołanego już wcześniej zapatrywania, uznającego regulację art. 446 § 2 i 3 k.c. za wyraz intencji ustawodawcy ograniczenia indemnizacji wyłącznie do szkód bezpośrednich<sup>37</sup>. W tym też kontekście podnosi się, iż regulacja art. 446 § 2 i 3 k.c., jakkolwiek ma charakter szczególny, to z tego zwłaszcza względu, iż pozwala ściśle określonym podmiotom – w specyficzny sposób poszkodowanym śmiercią bezpośrednio poszkodowanego (utrata alimentów, znaczne pogorszenie sytuacji życiowej w następstwie śmierci osoby bliskiej) – na dochodzenie roszczenia o przyznanie renty (szczególna forma odszkodowania właściwa tylko kompensacie szkód doznaczonych na ciele) od sprawcy śmierci. Powołana regulacja umożliwi zatem pośrednio poszkodowanym realizację wskazanego w niej roszczenia, nawet w przypadku występowania okoliczności uniemożliwiających realizację tego roszczenia na zasadach ogólnych<sup>38</sup>. Z tego też faktu wywodzi się, iż istnienie przepisu art. 446 § 2 i 3 k.c. (jako *lex specialis*) nie tyle stanowi argument za tezą o systemowym ograniczeniu odpowiedzialności odszkodowawczej do bezpośrednio poszkodowanych, co raczej wskazuje na zamiar ustawodawcy uniezależnienia – w konkretnych przypadkach – przyznania roszczenia od-

32 Z. Banaszczyk (w:) K. Pietrzykowski (red.), *Kodeks...*, dz. cyt., s. 1327; W. Czachórski (w:) *Kodeks...*, dz. cyt., s. 867.

33 M. Safjan (w:) L. Ogiegło, W. Popiołek, M. Szpunar, *Rozprawy prawnicze. Księga pamiątkowa Profesora Maksymiliana Pazdana*, Kraków 2005, s. 1324.

34 Tamże, s. 1326.

35 J. Widło, *Glosa do uchwały SN z dnia 27 kwietnia 2001 r., (III CZP 5/01)*, OSP 2003, nr 6, poz. 74, s. 325.

36 M. Safjan, (w:) L. Ogiegło, W. Popiołek, M. Szpunar, *Rozprawy...*, dz. cyt., s. 1328; Z. Banaszczyk, (w:) K. Pietrzykowski (red.), *Kodeks...*, dz. cyt., s. 1327; B. Lackoroński, *Odpowiedzialność za tzw. szkody pośrednie w polskim prawie cywilnym* (w:) J. Jastrzębski (red.), *Odpowiedzialność odszkodowawcza*, Warszawa 2007, s. 155.

37 Tak M. Kaliński, *Glosa...*, dz. cyt., s. 129–130.

38 B. Lackoroński, *Odpowiedzialność...*, dz. cyt., 139–140.



szkodowawczego od istnienia adekwatnego związku przyczynowego<sup>39</sup>.

Z powyższych wywodów wynika, że przepis art. 361 § 1 k.c. nie stanowi dla pośrednio poszkodowanych zdarzeniem szkodzącym bariery przed dochodzeniem naprawienia szkód własnych stanowiących refleks szkody poniesionej przez inny podmiot<sup>40</sup>. W tym też kontekście można nadmienić, iż użyty w przepisie art. 415 k.c. zwrot „drugiemu” na-

orii adekwatności uszczerbek akcjonariusza pozostaje wprawdzie w pośrednim, ale normalnym czy wręcz naturalnym, oczywistym związku kauzalnym ze zdarzeniem szkodzącym, z którym jest związana odpowiedzialność<sup>43</sup>. Warto przy tym nadmienić, że prezentowany pogląd wspiera także sugestia interpretacyjna odnosząca się do art. 490 k.s.h. Choć podkreślono, iż powołana norma nie może być traktowana jako samodzielna podstawa odpowiedzial-



## Przepis art. 361 § 1 k.c. nie stanowi dla pośrednio poszkodowanych zdarzeniem szkodzącym bariery przed dochodzeniem naprawienia szkód własnych będących refleksem szkody poniesionej przez inny podmiot.

leży odnieść także do osoby, której szkoda mieści się w adekwatnym związku przyczynowym. W istocie bowiem chodzi tu o osobę poszkodowaną, a nie o wyłączenie osób trzecich z podmiotowego zakresu odpowiedzialności odszkodowawczej<sup>41</sup>. Nie ma tym samym wystarczających podstaw prawnych, by uznać, że polski system prawny ogranicza indemnizację wyłącznie do szkód wyrządzonych bezpośrednio drugiemu<sup>42</sup>. Konsekwentnie, nie ma też podstaw prawnych, by odmawiać akcjonariuszowi prawa dochodzenia kompensaty szkody własnej w postaci spadku lub utraty wartości rynkowej akcji, będącej następstwem szkody spółki. W świetle bowiem te-

ności, to z uwagi na brak na gruncie kodeksu spółek handlowych wyraźnych ograniczeń kompensaty szkód własnych przez akcjonariusza, art. 490 k.s.h. może być traktowany jako swego rodzaju dyrektywa interpretacyjna, wyraźnie wskazująca na potencjalne istnienie przesłanek i możliwość dochodzenia przez akcjonariuszy roszczeń w przypadku szkód im wyrządzonych<sup>44</sup>. Trudno takiej propozycji wykladni art. 490 k.s.h. odmówić spójności logicznej, jak również walorów celowościowych, czy wreszcie, w nawiązaniu do powyższych wywodów, niesprzeczności systemowej.

### b) Zmniejszenie wartości akcji jako prawnie relewantny uszczerbek akcjonariusza

Co prawda pojęcie akcji nie jest w doktrynie ujmowane w sposób jednorodny, powszechnie nie budzi jednak wątpliwości pogląd, iż akcja – w ramach jednego z kilku przypisywanych jej znaczeń – jest papierem wartościowym, który ucieleśnia prawa udziało-

39 M. Safjan, (w:) L. Ogiegiło, W. Popiołek, M. Szpunar, *Rozprawy...*, dz. cyt., s. 1329.

40 Por. W. Czachórski i in., *Zobowiązania...*, dz. cyt., s. 214; także orzecznictwo, np. wyrok SN z dnia 24 maja 2005 r., V CK 654/04; wyrok SN z dnia 28 lutego 2006 r., III CSK 135/05; wyrok SN z dnia 19 czerwca 2008 r., V CSK 18/08.

41 L. Stecki, *Problematyka...*, dz. cyt., s. 299.

42 M. Safjan, (w:) L. Ogiegiło, W. Popiołek, M. Szpunar, *Rozprawy...*, dz. cyt., s. 1329; B. Lackoroński, *Odpowiedzialność...*, dz. cyt., s. 138–140.

43 A. Chłopecki, *Szkoda poniesiona...*, dz. cyt., s. 16.

44 Tamże, s. 14; R. Szczepny, *Odpowiedzialność odszkodowawcza członka zarządu*, „Prawo Spółek” 2007, nr 3, s. 28.

we akcjonariusza<sup>45</sup>. Z istoty swojej akcja ma charakter zbywalny, dzięki czemu może być przedmiotem obrotu na rynku regulowanym (w szczególności na giełdzie), jak i na rynku prywatnym. Jako przedmiot obrotu akcja uzyskuje wartość rynkową, którą kształtuje zasadniczo prawo popytu i podaży. Wprawdzie na wartość akcji mają bezpośrednio wpływ różne

ma ze szkodą akcjonariusza, a zakres doznanej przez spółkę szkody nie przekłada się w sposób proporcjonalny na uszczerbek akcjonariusza. Słusznie zatem zauważono, że działanie osoby trzeciej lub akcjonariusza może powodować niewielką szkodę w majątku spółki, natomiast spadek wartości akcji, czy też zahamowanie jej wzrostu – czyli szkody akcjonariusza –



## Związek przyczynowy między uszczerbkiem akcjonariusza a zdarzeniem szkodzącym jawi się jako normalny, adekwatny w rozumieniu art. 361 § 1 k.c.

czynniki, w tym również irracjonalne – jak chociażby emocje inwestorów<sup>46</sup> – to jednak nie ulega wątpliwości, że główną determinantą wartości rynkowej akcji jest kondycja finansowa spółki (emitenta), a dokładniej możliwość generowania przez nią zysku<sup>47</sup>. Niejako na marginesie należy zaznaczyć, że wartość rynkowa akcji nie pokrywa się i nie jest w żadnym razie tożsama z takimi prawami majątkowymi, związanymi z akcją, jak prawo akcjonariusza do potencjalnej kwoty likwidacyjnej czy niewypłaconej dywidendy<sup>48</sup>. Jeśli zatem majątek spółki ulegnie uszczupleniu wskutek zdarzenia szkodzącego, to nie ulega wątpliwości, że w sposób negatywny odbije się to na wartości rynkowej akcji, prowadząc z reguły do spadku tej wartości. W tak zarysowanej relacji kauzalnej związek przyczynowy między uszczerbkiem akcjonariusza a zdarzeniem szkodzącym jawi się więc jako normalny, adekwatny w rozumieniu art. 361 § 1 k.c. Należy przy tym podkreślić, że szkoda spółki nie jest tożsa-

będą znaczne<sup>49</sup>. Oczywiście prostsza relacja zajdzie w przypadku, gdy zdarzenie szkodzące doprowadzi do likwidacji spółki akcyjnej na skutek ukończonego postępowania upadłościowego. W takim bowiem wypadku wartość akcji ulegnie siłą rzeczy zerowaniu.

Indywidualny charakter szkody akcjonariusza jest m.in. jedną z konsekwencji faktu, iż akcja jako papier wartościowy, zarówno w sensie ekonomicznym jak i prawnym, jest składnikiem majątku akcjonariusza i jako taka nie jest poddana wprost zarządowi menedżerów spółki<sup>50</sup>. Ta okoliczność uzasadnia zatem pogląd, że dochodzenie przez akcjonariusza rekompensaty szkody doznanej w postaci spadku lub utraty wartości akcji, nie będzie prowadziło do naruszenia zasady rozdziału kapitału i zarządu<sup>51</sup>.

### c) Problematyka ustalenia wysokości uszczerbku objętego indemnizacją

Przesądzenie możliwości indemnizacji uszczerbków pośrednich nie rozstrzyga innej doniosłej kwestii, jaką jest wysokość należnego akcjonariuszowi odszkodowania. Problem jest istotny, zważywszy,

45 A. Szumański (w:) tenże, *System...*, dz. cyt., 19; W. Popiołek, *Akcja...*, dz. cyt., s. 20.

46 K. Haładaj, J. Jastrzębski, *Naruszenie obowiązków informacyjnych emitentów – zagadnienie szkody*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2008, nr 4, s. 55.

47 D. Wycech, *Prawna relewancja...*, dz. cyt., s. 45.

48 A. Chłopecki, *Szkoda poniesiona*, dz. cyt., s. 16.

49 Tamże, s. 15.

50 D. Wycech, *Prawna relewancja...*, dz. cyt., s. 44.

51 Tamże, s. 44; inaczej A. Szumański, *Zagadnienia konstrukcyjne...*, dz. cyt., s. 601.

że spółka w następstwie doznanej szkody uzyskuje roszczenie odszkodowawcze wobec sprawcy, którego realizacja – w nawiązaniu do zasady *compensatio lucri cum damno* – może w zasadniczy sposób przełożyć się na ostateczny wymiar szkody akcjonariusza, akcje mogą bowiem w następstwie realizacji roszczenia przez spółkę wzrosnąć. Wstępnie – odnosząc się do tak zarysowanego zagadnienia – można by uznać, że punktem wyjścia będzie w tym wypadku zawsze zastosowanie dyrektywy wynikającej z teorii adekwatności; wysokość odszkodowania wyznaczy zatem normalne następstwo zdarzenia szkodzącego.

stem prawnym metodą dyferencyjną<sup>53</sup> – trzeba by uznać różnicę między spadkiem wartości akcji lub zahamowaniem jej wzrostu a ich potencjalnym wzrostem na skutek zrealizowanego przez spółkę roszczenia odszkodowawczego<sup>54</sup>.

### Konkluzja

Analiza zaprezentowanych powyżej argumentów za i przeciw koncepcji indemnizacji szkód pośrednich akcjonariusza w postaci spadku lub utraty wartości rynkowej akcji, stanowiących refleks szkody spółki, pozwala na wniosek, iż siła argumentów „za” wydaje

## ” Polski system prawa cywilnego nie ogranicza podmiotowego zakresu kompensaty szkody tylko do bezpośrednio poszkodowanego zdarzeniem szkodzącym.

Należy zaznaczyć, że szkoda akcjonariusza – w ogólności rzecz ujmując – może przybrać postać rzeczywistej straty (*damnum emergens*); w przypadku spadku lub utraty wartości akcji albo utraconych korzyści (*lucrum cessans*), jeśli akcjonariusz utracił możliwość partycypacji w ewentualnym wzroście akcji. Angażując konstrukcję adekwatnego związku przyczynowego do ustalenia wielkości szkody akcjonariusza, nie można zatem pominąć faktu – o czym wyżej wspomniano – iż wskutek zdarzenia szkodzącego spółka uzyskuje roszczenie odszkodowawcze wobec sprawcy, a realizacja tego roszczenia może przełożyć się na wzrost wartości akcji. Okoliczność ta nie może być zatem obojętna przy wskazywaniu faktycznie doznanego uszczerbku<sup>52</sup>, który w razie istniejących wątpliwości, co do jego ścisłego ustalenia, powinien być określony przy zastosowaniu art. 322 k.p.c.

W tym też kontekście za prawnie relewantną szkodę akcjonariusza – zgodnie z przyjętą w polskim sy-

się dominować. Należy zatem podzielić stanowisko, iż polski system prawa cywilnego nie ogranicza podmiotowego zakresu kompensaty szkody tylko do bezpośrednio poszkodowanego zdarzeniem szkodzącym. Wystarczającym instrumentem dla wskazania koniecznych i rozsądnych granic indemnizacji szkód jest niewątpliwie koncepcja adekwatnego związku przyczynowego. Pozwala ona bowiem na objęcie ochroną prawną wszystkich poszkodowanych, których uszczerbek domaga się słusznej kompensaty, a jednocześnie uniemożliwia sprawcy zdarzenia szkodzącego niesłuszne uchylene się od odpowiedzialności cywilnej<sup>55</sup>.

53 L. Stecki, *Problematyka...*, dz. cyt., s. 296; Z. Radwański, A. Olejniczak, *Zobowiązania...*, dz. cyt., s. 93; M. Kaliński (w:) A. Olejniczak (red.), *System...*, dz. cyt., s. 82; M. Gilcz, *Odpowiedzialność cywilna emitenta za naruszenie obowiązków publikacyjnych w zakresie informacji poufnych*, „Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego” 2005, nr 11, s. 14.

54 D. Wycech, *Prawna relewancja...*, dz. cyt., s. 46.

55 L. Stecki, *Problematyka...*, dz. cyt., 299–300; B. Lackoroński, *Odpowiedzialność...*, dz. cyt., s. 146.

52 Wyrok SN z dnia 22 czerwca 2012 r., V CSK 338/11, LEX nr 1228613.

Odnosząc te uwagi – generalnej natury – do szkody akcjonariusza stanowiącej refleks szkody spółki, należy zauważyć, że kodeks spółek handlowych nie reguluje relacji między akcjonariuszem i podmiotem trzecim (może być nim zarówno członek zarządu spółki, jak i np. Skarb Państwa), wyrządzającym szkodę akcjonariuszowi. W konsekwencji należy podzielić stanowisko zaprezentowane w judykaturze, iż podstawę roszczeń odszkodowawczych akcjonariusza wobec tego podmiotu trzeciego stanowią normy kodeksu cywilnego dotyczące czynów niedozwolonych; zastosowanie znajdzie tu zatem przepis art. 490 k.s.h. w związku z art. 415 k.c., który to stanowi, iż przepisy art. 479–489 k.s.h. nie naruszają praw akcjonariuszy oraz innych osób do dochodzenia naprawienia szkody na zasadach ogólnych<sup>56</sup>.

Kwestią problematyczną jest oczywiście ustalenie wysokości objętego indemnizacją uszczerbku akcjonariusza. W tym zakresie, o czym już wcześniej wspomniano, zastosowanie powinna znaleźć teoria adekwatnego związku przyczynowego. W pierwszej kolejności należałoby zatem przeprowadzić test warunku *sine qua non*, a następnie dokonać wartościowania zależności między badanymi elementami konkretnej sytuacji faktycznej – z punktu widzenia normalności następstw (art. 361 § 1 k.c.). Przy czym uwzględnieniu powinny podlegać wszelkie okoliczności istniejące w dacie wyrokowania<sup>57</sup>. W tym też kontekście należy podkreślić znaczenie, jakie dla ustalenia wysokości szkody akcjonariusza objętej obowiązkiem kompensaty ma fakt uzyskania przez spółkę roszczenia odszkodowawczego z tytułu doznanej szkody. Realizacja tego roszczenia przez spółkę będzie miała bowiem z reguły pozytywny wpływ na wartość rynkową akcji. Skoro zatem w następstwie czynu szkodzącego spółka dozna szkody i jednocześnie uzyska roszczenie odszkodowawcze, to pozostający w normalnym (choć pośrednim) związku przyczynowym ze zdarzeniem szkodzącym uszczer-

bek akcjonariusza, objęty indemnizacją, musi być określony przy uwzględnieniu pośredniego elementu łańcucha kauzalnego, jakim jest właśnie roszczenie odszkodowawcze spółki. Mając powyższe na uwadze, należałoby wyznaczyć trzy możliwe sytuacje, w ramach których roszczenie odszkodowawcze akcjonariusza – przy zastosowaniu metody dyferencyjnej – będzie miało różny zakres:

1) Akcjonariusz występuje z roszczeniem odszkodowawczym zanim spółka zrealizowała własne roszczenie odszkodowawcze przeciwko sprawcy zdarzenia szkodzącego.

W takim przypadku uszczerbek akcjonariusza objęty kompensatą będzie wyrażał się w różnicy między wartością rynkową akcji po zaistnieniu zdarzenia szkodzącego a wartością, jaką by miały akcje, gdyby roszczenie spółki zostało zrealizowane.

2) Akcjonariusz występuje ze swoim roszczeniem po fakcie realizacji roszczenia przez spółkę.

Uszczerbkiem akcjonariusza objętym kompensatą w tej sytuacji – podobnie jak w punkcie 1 – byłaby różnica między wartością akcji po zaistnieniu zdarzenia szkodzącego a wartością akcji po fakcie zrealizowania przez spółkę jej roszczenia. W tym przypadku uszczerbek akcjonariusza wynikałby z faktu, iż mimo realizacji przez spółkę jej roszczenia odszkodowawczego wartość akcji nie wzrosła w takim zakresie, w jakim to by się stało, gdyby nie wystąpiło zdarzenie szkodzące.

3) Zdarzenie szkodzące było przyczyną upadłości i likwidacji spółki, w konsekwencji czego akcje utraciły wszelką wartość. Poszkodowany (były akcjonariusz) występuje z roszczeniem przeciwko sprawcy szkody; spółka przed likwidacją nie zrealizowała swojego roszczenia względem sprawcy szkody.

W takiej sytuacji uszczerbek akcjonariusza wyznaczany jest wartością akcji, jaką by one posiadały, gdyby spółka rozwijała się prawidłowo i gdyby nie zaistniało zdarzenie szkodzące.

Przedstawiony sposób ustalenia wysokości odszkodowania niewątpliwie mieści się w granicach wyznaczonych przez koncepcję adekwatnego związku przyczynowego, a przede wszystkim zaspokaja usprawiedliwiony i godny ochrony interes poszkodowanego. Podsumowaniem analizy zagadnienia prawnego zgłoszonego w tytule niniejszego opraco-

56 Wyrok SA we Wrocławiu z dnia 12 kwietnia 2011 r., I ACA 719/10; wyrok SO w Białymstoku z dnia 19 października 2010 r., Ca 698/10.

57 Wyrok SN z dnia 22 czerwca 2012 r., V CSK 438/11, Lex nr 1250564.

wania może być zatem wyrażony w doktrynie pogląd, zgodnie z którym fakt, iż akcjonariusz ponosi ryzyko niepowodzenia podejmowanej przez spółkę

następstw<sup>59</sup>. Tym bardziej, że na gruncie polskiego systemu prawa cywilnego – co starano się wykazać – brak jest podstaw prawnych ograniczenia podmio-



**Fakt, iż akcjonariusz ponosi ryzyko niepowodzenia podejmowanej przez spółkę działalności, nie może w żadnym razie przesądzać o objęciu tym ryzykiem także obowiązku poniesienia ekonomicznego ciężaru szkody wyrządzonej czynem niedozwolonym.**

działalności, nie może w żadnym razie przesądzać o objęciu tym ryzykiem także obowiązku poniesienia ekonomicznego ciężaru szkody wyrządzonej czynem niedozwolonym<sup>58</sup>. W istocie bowiem to sprawca szkody wyrządzonej spółce powinien liczyć się z tym, że jego ujemna postawa może wywołać szkodę także w sferze majątkowej akcjonariusza, a zatem innego podmiotu niż ten, względem którego zwrócona jest wprost jego postawa, i to on (sprawca) przede wszystkim powinien ponosić ryzyko ekonomiczne związanych z tym negatywnych

towego zakresu odpowiedzialności odszkodowawczej wyłącznie do bezpośrednio poszkodowanego czynem szkodzącym.

Mając na względzie poczynione wyżej ustalenia, za uzasadnioną należy uznać tezę, że jeśli uszczerbek akcjonariusza – w postaci spadku lub utraty wartości akcji – jest skutkiem (nawet refleksowym, ubocznym) bezprawnego i zawinionego działania sprawcy szkody wyrządzonej bezpośrednio spółce, pośrednio poszkodowany akcjonariusz ma prawo do odszkodowania<sup>60</sup>.

58 D. Wycech, *Prawna relewancja...*, dz. cyt., s. 43; podobnie, choć w innym kontekście, L. Stecki, *Problematyka...*, dz. cyt., s. 290, 299–300.

59 Tamże, s. 300.

60 Por. J. Widło, *Glosa...*, dz. cyt., s. 324; wyrok SN z dnia 22 czerwca 2012 r., V CSK 438/11, Lex nr 1250564.