



Stowarzyszenie
Inwestorów
Indywidualnych

Wrocław, 15 lipca 2026 r.



Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych

Szanowny Pan
Donald Tusk
Prezes Rady Ministrów

Szanowny Panie Premierze,

Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych zwraca się z petycją o wprowadzenie zmian do projektowanych obecnie przepisów dotyczących przymusowych wykupów akcji w spółkach publicznych. Projekt ustawy o zmianie niektórych ustaw w związku z usprawnieniem funkcjonowania rynku kapitałowego (UC 137) nie został jeszcze przyjęty przez Radę Ministrów, więc wciąż jest szansa na wprowadzenie do jego treści zapisów, które pozwolą wyraźnie podnieść poziom ochrony akcjonariuszy mniejszościowych. Petycję w tej sprawie kierujemy do Pana Premiera w związku z przejściem pełnej ścieżki rozmów z Ministerstwem Finansów, które w tej sprawie prowadziliśmy od kwietnia 2025 r. Wciąż mamy nadzieję, że w ramach trwających prac nad rządowym projektem ustawy uda się wprowadzić przepisy, które będą jedną z największych w ostatnich latach pozytywnych zmian w ochronie praw akcjonariuszy mniejszościowych, w tym polskich inwestorów indywidualnych.

Zgodnie z informacjami zamieszczonymi na stronie Rządowego Centrum Legislacji, prace nad projektem ustawy zakończył Komitet ds. Europejskich, który jednocześnie zarekomendował rozpatrzenie projektu ustawy przez Stały Komitet Rady Ministrów, po przedłożeniu przez Ministerstwo Finansów.



Wprowadzenie zmian w przepisach dotyczących przymusowych wykupów akcji spółek publicznych jest szczególnie istotne w kontekście planowanego uruchomienia Osobistych Kont Inwestycyjnych oraz deklarowanego przez Rząd RP zamiaru pobudzenia polskiego rynku kapitałowego, który obecnie w sposób niedostateczny finansuje potrzeby krajowej gospodarki. Jedną z głównych barier dla rozwoju polskiego rynku kapitałowego stanowi ryzyko związane z szeroko rozumianym łańdźcem korporacyjnym oraz słabą ochroną praw akcjonariuszy mniejszościowych, która uwidacznia się m.in. w obszarze przymusowych wykupów akcji.

Jako największa i najstarsza w Polsce organizacja zrzeszająca inwestorów indywidualnych, Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych od lat aktywnie zabiega o zmianę przepisów dotyczących przymusowych wykupów akcji, które obecnie w sposób ewidentny naruszają prawa akcjonariuszy mniejszościowych, a przez to podważają zaufanie inwestorów indywidualnych do polskiego rynku kapitałowego.

Podjęta przez nas w 2019 r. poprzednia próba zakończyła się niepowodzeniem, a zarówno w nowelizowanej wówczas ustawie, jak i w Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego 2019-2023, nie znalazły się odpowiednie zapisy mające na celu rozwiązanie problemu, który stawia akcjonariuszy mniejszościowych polskich spółek publicznych w położeniu znacznie gorszym aniżeli akcjonariuszy mniejszościowych spółek z innych państw Unii Europejskiej.

W kwietniu 2025 r. SII skierowało do Ministerstwa Finansów petycję dotyczącą zmian w przepisach o przymusowych wykupach akcji. Rozpoczęliśmy wówczas okres konstruktywnych i owocnych rozmów, w których udział wzięli także przedstawiciele Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego. W wyniku trójstronnych konsultacji MF, UKNF oraz SII została wypracowana propozycja legislacyjna dotycząca zmiany przepisów dotyczących przymusowych wykupów akcji w spółkach publicznych, która została ujęta w pierwotnym projekcie ustawy o zmianie niektórych ustaw w związku z usprawnieniem funkcjonowania rynku kapitałowego (UC137).

Niestety, w toku prac nad projektem w Ministerstwie Finansów – z nieznanych nam powodów – pierwotnie zaprezentowane rozwiązanie, które było zgodne z dyrektywą w sprawie ofert przejęcia, korzystne dla akcjonariuszy mniejszościowych oraz uzyskało poparcie ze strony UKNF, zostało zmienione na wariant, który nie rozwiązuje istniejącego problemu, zgłaszanego przez SII.



SII brało udział we wszystkich etapach konsultacji publicznych, w trakcie których przedstawiło obszerne argumenty poparte analizami ekspertów z zakresu prawa oraz rynku kapitałowego. Ze względu na zakończenie tego etapu prac, **zwracamy się do Pana Premiera z petycją o uwzględnienie kwestii dotyczących praw akcjonariuszy mniejszościowych na dalszym etapie prac nad projektem ustawy regulującej przeprowadzanie przymusowych wykupów akcji spółek publicznych.**

Pragniemy zauważyć, że wśród akcjonariuszy mniejszościowych spółek publicznych, których dotyczą projektowane przepisy, znajdują się zarówno inwestorzy indywidualni, których liczba w Polsce rośnie z roku na rok, jak i fundusze emerytalne, zarządzające kapitałem gromadzonym przez miliony uczestników Otwartych Funduszy Emerytalnych i Pracowniczych Planów Kapitałowych. W kontekście roli, jaką rynek kapitałowy ma pełnić w polskim życiu gospodarczym, podniesienie poziomu ochrony akcjonariuszy mniejszościowych w związku z przepisami o przymusowych wykupach akcji jest jedną z najpilniejszych, a zarazem najprostszych do przeprowadzenia zmian. W związku z tym, głęboko wierzymy, że zgłaszana przez nas kwestia zostanie rozpatrzona pozytywnie.

I Obecnie obowiązujące przepisy

Zgodnie z obowiązującą ustawą o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, akcjonariusz spółki publicznej, który samodzielnie lub wspólnie z podmiotami powiązanymi lub w porozumieniu osiągnął lub przekroczył **95%** ogólnej liczby głosów w tej spółce, ma prawo żądania od pozostałych akcjonariuszy sprzedaży wszystkich posiadanych przez nich akcji. Działanie to określa się kolokwialnie „wyciskaniem akcjonariuszy mniejszościowych” (ang. *squeeze-out*).

W przypadku akcji spółek notowanych na rynku regulowanym (główny rynek GPW) lub w alternatywnym systemie obrotu (NewConnect), punktem odniesienia dla ustalenia ceny w przymusowym wykupie jest przede wszystkim cena rynkowa – najwyższa wartość z trzech następująco zdefiniowanych cen:



- średniej ceny rynkowej z okresu 3 miesięcy poprzedzających przymusowy wykup,
- średniej ceny rynkowej z okresu 6 miesięcy poprzedzających przymusowy wykup,
- najwyższej ceny zapłaconej przez wykupującego w ciągu ostatnich 12 miesięcy.

Jedynie w bardzo wąsko określonych i przez to bardzo rzadkich przypadkach (m.in. postępowanie restrukturyzacyjne, upadłość oraz bardzo niska płynność akcji) cena minimalna akcji nie może być niższa niż ich wartość godziwa ustalona przez firmę audytorską. Ustawa o ofercie wymaga wówczas wyceny przez firmę audytorską.

Co istotne, w przypadku wszystkich spółek niepublicznych (nienotowanych np. na GPW lub NewConnect) polskie prawo już od ponad 20 lat przewiduje ustalenie wartości godziwej na podstawie wyceny firmy audytorskiej, pod merytorycznym nadzorem sądu (art. 312 §8 w zw. z art. 417 §1 i art. 418 §3 KSH). To sprawia, że **poziom ochrony akcjonariuszy spółek niepublicznych jest wyższy niż w przypadku akcjonariuszy spółek publicznych**.

W obecnych realiach, zmierzający do przymusowego wykupu akcjonariusz większościowy, zainteresowany jest jak najniższą ceną przymusowego wykupu, dysponuje szeregiem metod wpływania na kurs rynkowy. Przykładami takich działań są:

- pozbawianie akcjonariuszy dywidend,
- nieprowadzenie transparentnych relacji inwestorskich,
- niskiej jakości sprawozdania finansowe i polityka informacyjna,
- niekorzystne dla spółki transakcje z podmiotami powiązanymi,
- unikanie na walnych zgromadzeniach odpowiedzi na pytania akcjonariuszy,
- rozwadnianie kapitału spółki i udziałów pozostałych akcjonariuszy poprzez emisję po cenie rażąco niższej od wartości godziwej,
- inne działania w kierunku ograniczenia płynności akcji.

Dodatkowo, na cenę rynkową często wpływa niska płynność obrotu akcjami na giełdzie, która może wystąpić w obliczu marginalizacji akcjonariuszy mniejszościowych oraz ryzyka delistingu, a spółki będące przedmiotem przymusowego wykupu, przed jego ogłoszeniem, często mają niski poziom akcji w wolnym obrocie (ang. *free float*). Nierzadko dochodzi do wystąpienia samonapędzającego się mechanizmu: obawy przed przymusowym wykupem po zaniżonej cenie



powodują spadek kursu akcji, co dalej napędza obawy i dalszy spadek kursu akcji i w konsekwencji także wyceny spółki. W trakcie tego procesu akcjonariat spółki zazwyczaj opuszczają zarządzający funduszami inwestycyjnymi, w tym OFE i PPK, co niekorzystnie wpływa na uzyskiwaną przez nich stopę zwrotu i stanowi realne pokrzywdzenie oszczędzających.

II Pierwotna propozycja Ministerstwa Finansów, poparta przez Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych

Zaprezentowana w marcu 2026 r. pierwotna propozycja MF, mająca poparcie ze strony UKNF i SII, określała, że nabycie prawa do dokonania przymusowego wykupu wymagałoby nie tylko przekroczenia określonego progu w ogólnej liczbie głosów (90%), ale również, aby to przekroczenie nastąpiło w wyniku wezwania, w którym złożono zapisy na sprzedaż lub zamianę akcji reprezentujących co najmniej 90% ogólnej liczby głosów objętych tym wezwaniem, tj. zgodnie z art. 15 ust. 2 pkt b) dyrektywy w sprawie ofert przejęcia.

Zaletą tego modelu jest to, że przy tak wysokiej akceptacji ceny wezwania przez akcjonariuszy mniejszościowych, dyrektywa przyznaje tej cenie domniemanie godziwości. Wówczas przymusowego wykupu można dokonać po tej samej cenie wezwania, dzięki czemu nie występuje konieczność wycen oraz dodatkowego nadzoru nad tym procesem, zaś spory pojawiają się bardzo rzadko. Model ten jest stosowany w kilku krajach UE (Irlandii, Portugalii oraz Hiszpanii).

III Druga propozycja Ministerstwa Finansów

Drugi projekt ustawy autorstwa MF (datowany na 18.06.2026 r.) powrócił do obecnie obowiązującego modelu ustalania prawa dokonania przymusowego wykupu, które uzależnia powstanie tego prawa tylko od przekroczenia określonego progu w ogólnej liczbie głosów (przyjęto 90%). Jest to rozszerzenie w stosunku do art. 15 ust. 2 pkt a) dyrektywy, które to prawo przyznaje wyłącznie w następstwie oferty przejęcia. Warto zauważyć, że w polskich realiach



większość dotychczasowych przymusowych wykupów była dokonywana przez podmioty, które od lat posiadały kontrolę nad przedmiotowymi spółkami.

W tej sytuacji niezbędne było wprowadzenie zasady, że jeśli przekroczenie progu 90% nie nastąpiło w okolicznościach, kiedy zgodnie z dyrektywą obowiązuje domniemanie godziwości ceny wezwania, wówczas przymusowego wykupu dokonuje się po cenie nie niższej od wartości godziwej ustalonej przez firmę audytorską.

Niestety, projekt ustawy milczy na temat narzędzi nadzoru nad procesem wyceny wartości godziwej, co wzbudza nasze obawy o to, czy polskie prawo faktycznie zapewni, „że zagwarantowana jest godziwa cena” (art. 15 ust. 5 dyrektywy w sprawie ofert przejęcia).

Uzasadnienie projektu stwierdza w tej kwestii: „Zaznaczenie, że ustalana na zasadach dotychczasowych cena akcji w przymusowym wykupie nie może być niższa od ich wartości godziwej powinno również pozytywnie wpłynąć na orzecznictwo”. Naszym zdaniem ta opinia jest mocno pochojna, zaś opis niekorzystnej dotychczasowej linii orzeczniczej sądów zawarliśmy w dalszej części naszej petycji.

IV Druga propozycja Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych

Wobec znacznej zmiany kierunku nowelizacji i odejścia od pierwotnego projektu ustawy popieranego przez SII, proponujemy dodanie do aktualnej wersji projektu dwóch mechanizmów zabezpieczających prawa akcjonariuszy mniejszościowych, w tym skuteczniających realne prawo do sądu. Są to:

- Przeprowadzanie przez sąd na wniosek akcjonariusza mniejszościowego dowodu z opinii biegłego w celu ustalenia wartości godziwej akcji (sporządzenie drugiej, niezależnej wyceny).
- W przypadku stwierdzenia przez sąd konieczności zapłaty wyższej ceny przymusowego wykupu, zapłata ta powinna przysługiwać wszystkim akcjonariuszom mniejszościowym (a nie tylko tym, którzy wywalczyli to w sądzie – analogicznie jak w przypadku wezwań, co również reguluje ustawa o ofercie).



Wskazanie wprost w ustawie, że w przypadku wniesienia do sądu powództwa o zapłatę wyższej ceny przymusowego wykupu akcji sąd przeprowadza dowód z opinii biegłego w celu ustalenia wartości godziwej akcji, skutecznie skoryguje dotychczasowe rozumowanie Sądu Najwyższego w kwestii wartości godziwej akcji notowanych na giełdzie. Skonfrontowanie wyceny sporządzonej przez niezależnego biegłego sądowego z wyceną sporządzoną na zlecenie podmiotu dokonującego przymusowego wykupu pozwoli sądowi ocenić istotę sporu między stronami.

Dodatkowe zabezpieczenie prawa akcjonariuszy mniejszościowych w postaci powoływania na ich wniosek biegłego (firmy audytorskiej) przez sąd jest tym bardziej zasadne ze względu na to, że w projektowanych przepisach nie wskazano możliwości zlecenia przez KNF sporządzenia dodatkowej wyceny w przypadku powzięcia wątpliwości do prawidłowości pierwotnej wyceny.

Akcjonariusze mniejszościowi mają uzasadnione prawo obawiać się, że wyceny sporządzane na rzecz podmiotów przeprowadzających przymusowy wykup mogą zawierać nieprawidłowości rzutujące na ostatecznie uzyskiwaną cenę. Takie przypadki zdarzały się w przeszłości, a ich ponowne wystąpienie po znowelizowaniu ustawy mogłoby sprawić, że mimo deklarowanych celów ustawodawcy, poziom ochrony akcjonariuszy mniejszościowych nie uległby oczekiwanemu zwiększeniu. Przykładem wskazywanym przez inwestorów jest w tym kontekście przypadek wezwania na akcje spółki [REDACTED] z 2024 r. i ewidentnego błędu rachunkowego zawartego w wycenie przygotowanej przez firmę audytorską na zlecenie akcjonariusza dominującego. Ścieżka w postaci kierowania zastrzeżeń do Polskiej Agencji Nadzoru Audytowego nie stanowi mechanizmu odwoławczego odpowiednio zabezpieczającego prawa akcjonariuszy mniejszościowych oraz nie prowadzi bezpośrednio do uzyskania przez nich ceny akcji odpowiadającej wartości godziwej.

Jednocześnie obecna treść projektu ustawy ogranicza prawo do sądu poprzez brak obowiązku zapłaty wszystkim akcjonariuszom wyższej ceny, którą na drodze postępowania sądowego udało się uzyskać pojedynczemu akcjonariuszowi lub grupie akcjonariuszy. To istotna bariera, która ogranicza grono akcjonariuszy mniejszościowych mogących uzyskać wyższą cenę w ramach przymusowego wykupu wyłącznie do akcjonariuszy, którzy będą posiadali dostatecznie dużo środków do tego, aby skutecznie dochodzić swoich praw przed sądem. Wyklucza to



akcjonariuszy mniejszościowych dysponujących niewielkimi pakietami akcji, dla których koszty postępowania będą zbyt wysokie.

Dodatkowo, obecnie obowiązujące przepisy określające skutki prawomocnego wyroku uwzględniającego powództwo o zapłatę wyższej ceny w wezwaniu wskazują, że dopłatę otrzymuje nie tylko powód, ale wszyscy inwestorzy, którzy zbyli akcje w przedmiotowym wezwaniu. Nie ma żadnego uzasadnienia dla wprowadzenia słabszej w tym zakresie ochrony na potrzeby przymusowego wykupu niż w przypadku wezwania, w którym udział akcjonariusza mniejszościowego jest dobrowolny.

Podsumowując, wyrażamy nadzieję, że w trwających wciąż na poziomie rządowym pracach nad projektem ustawy o zmianie niektórych ustaw w związku z usprawnieniem funkcjonowania rynku kapitałowego (UC 137) znajdą się zapisy, które faktycznie poprawią poziom ochrony akcjonariuszy mniejszościowych spółek publicznych. Rozwiązanie tego problemu będzie stanowić potwierdzenie wsparcia dla polskiego rynku kapitałowego oraz przywróci równowagę między prawami akcjonariuszy większościowych i akcjonariuszy mniejszościowych. Przymusowe wykupy akcji dotyczą kwestii tak fundamentalnej dla gospodarki rynkowej jak prawo własności, wobec czego należy dochować wszelkich starań, aby proces ten był przeprowadzany w oparciu o sprawiedliwe regulacje i cenę spełniającą definicję wartości godziwej. Dostosowanie poziomu zabezpieczenia praw akcjonariuszy mniejszościowych polskich spółek publicznych do standardów obowiązujących w innych państwach Unii Europejskiej pozytywnie wpłynie na stabilność i przewidywalność inwestowania w spółki notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie oraz podniesie poziom zaufania ze strony inwestorów, w tym inwestorów indywidualnych.

Z poważaniem



Rekomendacje Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych w sprawie przepisów o przymusowych wykupach akcji w spółkach publicznych

Proponowane w pierwotnym projekcie ustawy nowe brzmienie przepisów art. 82 ust. 1, 1a, 2 oraz uchylenie ust. 2a w wydatnym stopniu miały wzmocnić ochronę interesów majątkowych akcjonariuszy mniejszościowych, gdyż eliminowały ryzyka związane z ustalaniem ceny przymusowego wykupu w oparciu o średnie notowania giełdowe w warunkach niskiej płynności obrotu. Regulacja wprowadzała mechanizm rynkowej weryfikacji wyceny albowiem warunkiem koniecznym do dokonania przymusowego wykupu było ogłoszenie wezwania oraz złożenie zapisów na sprzedaż lub zamianę akcji reprezentujących co najmniej 90% ogólnej liczby głosów objętych tym wezwaniem. Wysoki wskaźnik akceptacji wezwania, czyli zgoda akcjonariuszy posiadających akcje reprezentujące 90% ogólnej liczby głosów objętych wezwaniem, stanowić miała rynkowe potwierdzenie, że oferowana cena jest godziwa.

Zgodnie z pierwotnym brzmieniem nowelizacji (art. 3 pkt 25 ustawy o zmianie niektórych ustaw w związku z usprawnieniem funkcjonowania rynku kapitałowego), art. 82 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych miał otrzymać następujące brzmienie:

a) *„1. Akcjonariuszowi spółki publicznej, który samodzielnie lub wspólnie z podmiotami od niego zależnymi lub wobec niego dominującymi oraz podmiotami będącymi stronami porozumienia, o którym mowa w art. 87 ust. 1 pkt 5, w wyniku ogłoszenia wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę wszystkich pozostałych akcji tej spółki, osiągnął lub przekroczył 90 % ogólnej liczby głosów w tej spółce, przysługuje, w terminie trzech miesięcy od dnia zakończenia tego wezwania, prawo żądania od pozostałych akcjonariuszy sprzedaży wszystkich posiadanych przez nich akcji (przymusowy wykup).”,*

b) po ust. 1 dodaje się ust. 1a w brzmieniu:

„1a. Uprawnienie, o którym mowa w ust. 1, przysługuje wyłącznie w przypadku, w którym w wyniku wezwania, o którym mowa w ust. 1, złożono zapisy na sprzedaż lub zamianę akcji reprezentujących co najmniej 90% ogólnej liczby głosów objętych tym wezwaniem.”,



c) ust. 2 otrzymuje brzmienie:

„2. Cena przymusowego wykupu jest równa cenie zaproponowanej w wezwaniu, o którym mowa w ust. 1.”,

d) uchyla się ust. 2a;

Projekt ustawy w brzmieniu aktualnym (opublikowany w dniu 26.06.2026 r.) powrócił do obecnie obowiązującego modelu przymusowego wykupu, który uzależnia powstanie tego prawa tylko od przekroczenia określonego progu w ogólnej liczbie głosów (przyjęto 90%). Jest to odejście od pierwotnej koncepcji, która miała opierać się wyłącznie na regulacjach zawartych w art. 15 ust. 2 pkt a) dyrektywy w sprawie ofert przejęcia, przyznających prawo do przeprowadzenia przymusowego wykupu podmiotom, które nabyły akcje w następstwie skutecznej oferty przejęcia.

Zgodnie z bieżącym brzmieniem art. 5 pkt 37) ustawy o zmianie niektórych ustaw w związku z usprawnieniu funkcjonowania rynku kapitałowego odnoszącym się do kwestii przymusowego wykupu akcji w spółkach publicznych:

37) w art. 82:

a) w ust. 1 wyrazy „95%” zastępuje się wyrazami „90%” oraz wyrazy „art. 87 ust. 1 pkt 5” zastępuje się wyrazami „art. 87 ust. 1b”,

b) po ust. 1 dodaje się ust. 1a w brzmieniu:

„1a. W przypadku gdy osiągnięcie lub przekroczenie progu, o którym mowa w ust. 1, nastąpiło w wyniku ogłoszenia wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę wszystkich pozostałych akcji spółki publicznej, w którym złożono zapisy na sprzedaż lub zamianę akcji reprezentujących co najmniej 90% ogólnej liczby głosów objętych tym wezwaniem, cena przymusowego wykupu nie może być niższa od ceny zaproponowanej w tym wezwaniu.”,

c) ust. 2 otrzymuje brzmienie:

„2. W przypadku gdy osiągnięcie lub przekroczenie progu, o którym mowa w ust. 1, nastąpiło w sposób inny niż określony w ust. 1a, cenę przymusowego wykupu akcji ustala się zgodnie z:



1) 2) art. 79 ust. 1, 2, 3a i 3b oraz art. 79a – w przypadku akcji dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym, art. 79 ust. 2, 3a i 3b, art. 79a oraz art. 91 ust. 6–8 – w przypadku akcji wprowadzonych wyłącznie do alternatywnego systemu obrotu – przy czym tak ustalona cena nie może być niższa o której mowa w ust. 2b.”,

d) ust. 2a otrzymuje brzmienie:

„2a. Na potrzeby ustalenia ceny przymusowego wykupu akcji okresy, o których mowa w art. 79 ust. 1, 2 i 3a, art. 79a ust. 1 oraz art. 91 ust. 6, ustala się w odniesieniu do terminu przekazania zawiadomienia, o którym mowa w ust. 5.”,

e) po ust. 2a dodaje się ust. 2b w brzmieniu:

„2b. W przypadku gdy osiągnięcie lub przekroczenie progu, o którym mowa w ust. 1, nastąpiło w sposób inny niż określony w ust. 1a, akcjonariusz spółki publicznej przed żądaniem przymusowego wykupu jest obowiązany uzyskać wycenę wartości godziwej akcji objętych przymusowym wykupem, dokonaną przez wybraną przez tego akcjonariusza firmę audytorską.”,

f) w ust. 5 w zdaniu drugim po wyrazach „przymusowego wykupu” dodaje się wyrazy „a w przypadku określonym w ust. 2b – także wycenę wartości godziwej.”

Niestety, projekt ustawy nie zawiera regulacji umożliwiających merytoryczny nadzór nad procesem wyceny wartości godziwej, co wzbudza uzasadnione obawy, czy w wyniku planowanej nowelizacji akcjonariuszom zostanie zagwarantowana godziwa cena przymusowego wykupu (art. 15 ust. 5 dyrektywy). Uzasadnienie projektu stwierdza w tej kwestii jedynie: *„Zaznaczenie, że ustalana na zasadach dotychczasowych cena akcji w przymusowym wykupie nie może być niższa od ich wartości godziwej powinno również pozytywnie wpłynąć na orzecznictwo”.*

Wobec znacznej zmiany kierunku nowelizacji, która nie odzwierciedla pierwotnych uzgodnień i w ocenie SII nie zabezpiecza interesów akcjonariuszy mniejszościowych w sposób wystarczający, SII postuluje dodanie do art. 5 pkt 37) aktualnego projektu ustawy o zmianie niektórych ustaw w związku z usprawnieniem funkcjonowania rynku kapitałowego pkt g) i h) tj. dodanie do art. 82 ustawy o ofercie publicznej ust. 6 ¹ i ust. 6 ² w następującym brzmieniu:



Ust. 6¹: W razie wniesienia powództwa o zapłatę wyższej ceny przymusowego wykupu, Sąd przeprowadza dowód z opinii biegłego w celu ustalenia wartości godziwej akcji.

Ust. 6² W przypadku uwzględnienia prawomocnym wyrokiem sądu powództwa, o którym mowa w ust. 6¹ akcjonariusz spółki publicznej jest obowiązany do zapłaty różnicy ceny *przymusowo wykupionym akcjonariuszom*, niezależnie od tego, czy to oni wytoczyli powództwo, w terminie miesiąca od dnia uprawomocnienia się wyroku. Art. 79d ust. 2 stosuje się odpowiednio.

Uzasadniając powyższe stanowisko wskazania wymaga, że dotychczasowa linia orzecznicza sądów (w tym wyrok Sądu Najwyższego z dnia 3 marca 2026 r. sygn. akt II CSKP 692/24) w zakresie kwestionowania przez przymusowo wykupionych akcjonariuszy ceny przymusowego wykupu jest jednolicie niekorzystna dla drobnych inwestorów.

W powołanym wyżej wyroku SN wskazał w szczególności: *„Jakkolwiek z art. 82 ust. 2a u.o.p. wynika, że cena przymusowego wykupu nie może być niższa od ceny proponowanej w wezwaniu, o którym mowa w art. 82 ust. 1 u.o.p., ale nie oznacza to, iż istnieje prawny obowiązek zapłaty wyższej ceny. Dyrektywa 2004/25/WE – w warunkach normalnie funkcjonującego rynku giełdowego (tj. spełniających wymagania określone w jej art. 3 ust. 1), a zatem gdy nie zachodzą okoliczności wskazane w jej art. 5 ust. 4 akapit drugi – nie przewiduje w ogóle możliwości modyfikacji tak ustalonej ceny ani też kryteriów decydujących o jej podwyższeniu. Ustawodawca krajowy również nie przewiduje obowiązku modyfikacji ceny ustalonej na poziomie minimalnym zgodnie z art. 82 ust. 2a u.o.p. ani też nie wskazuje kryteriów uzasadniających podwyższenie ceny minimalnej”* i m.in. z uwagi na kompletność w ocenie SN regulacji ustawy o ofercie publicznej oddalił wnioski powodów o dopuszczenie i przeprowadzenie dowodu z opinii biegłego na okoliczność wyceny wartości akcji innymi metodami wyceny.

Choć przygotowywana nowelizacja miała zapobiegać sytuacjom, w których przymusowo wykupowany akcjonariusz nie otrzymuje ekwiwalentu za utracone prawo – tj. ceny godziwej/uczciwej, to aktualnie założeń tych nie spełnia. Dodanie do art. 82 ustawy o ofercie publicznej ust. 6¹ w postulowanym wyżej brzmieniu, tj. nakładającym na sąd obowiązek dopuszczenia i przeprowadzenia dowodu z opinii biegłego sądowego w celu ustalenia wartości



godziwej akcji, przyczyni się w ocenie SII do zagwarantowania realnego, a nie tylko potencjalnego prawa do sądu.

Art. 79d ustawy o ofercie publicznej wprowadza mechanizm, zgodnie z którym w razie uwzględnienia prawomocnym wyrokiem powództwa o zapłatę wyższej ceny w wezwaniu niż ustalona przez wzywającego, wzywający jest zobowiązany w terminie miesiąca od uprawomocnienia się wyroku dopłacić różnicę ceny wszystkim akcjonariuszom, którzy sprzedali akcje w wezwaniu, niezależnie od tego, czy to oni wnieśli powództwo. Celem przepisu jest wzmocnienie ochrony akcjonariuszy mniejszościowych i urzeczywistnienie wynikającego z art. 3 ust. 1 lit. a dyrektywy o przejrzystości nakazu jednakowego traktowania wszystkich posiadaczy tego samego rodzaju papierów wartościowych spółki będącej przedmiotem oferty oraz zapobieżenie sytuacjom, w których pomimo uwzględnienia powództwa o zapłatę wyższej ceny pozostali akcjonariusze, którzy sporu nie wszczęli są w gorszej sytuacji, pomimo faktu, że sprzedali akcje na tych samych warunkach – co naruszałoby zasadę równego traktowania i koncepcję godziwej ceny (ang. *equitable price*) z art. 5 ust. 4 dyrektywy w sprawie ofert przejęcia.

Przepisy regulujące kwestie przymusowego wykupu nie zawierały dotąd podobnej regulacji i to pomimo faktu, że instytucja wezwań opiera się na dobrowolnej decyzji akcjonariusza, który akcje sprzedać może, ale nie musi, podczas gdy przymusowy wykup nie wymaga zgody akcjonariusza.

Wobec zmiany kierunku nowelizacji – tj. pozostawienia możliwości dokonania przymusowego wykupu również w sytuacjach innych niż w wyniku ogłoszonego wezwania, na które odpowiedziało 90% akcjonariuszy, zasadne jest wprowadzenie regulacji zapewniających przymusowo wykupowanym akcjonariuszom realnego prawa do sądu w zakresie możliwości dochodzenia wyższej ceny przymusowego wykupu niż ta określona przez wybraną przez akcjonariusza firmę audytorską.

Pomimo materialnego zbliżenia modeli cenowych, przymusowy wykup nie korzysta z mechanizmu przewidzianego w art. 79d ustawy o ofercie publicznej. Jeśli akcjonariusz mniejszościowy zakwestionuje cenę przymusowego wykupu powołując się na błędne ustalenie wartości godziwej i uzyska prawomocny wyrok zasądzający wyższą cenę, brak jest przepisu



nakazującego akcjonariuszowi większościowemu dopłatę różnicy ceny wszystkim wyciśniętym akcjonariuszom, którzy zostali objęci tym samym przymusowym wykupem. Prowadzi to do negatywnych konsekwencji takich jak: naruszenie zasady jednakowego traktowania posiadaczy tego samego rodzaju papierów wartościowych z art. 3 ust. 1 lit. a dyrektywy o przejrzystości, pozbawienie akcjonariuszy mniejszościowych premii za kontrolę czy zachęty do zaniżenia ceny w opinii firmy audytorskiej.

W doktrynie prawa zwraca się uwagę, że instytucja przymusowego wykupu ma charakter prawa kształtującego, wywierającego głęboką ingerencję w pozycję akcjonariuszy mniejszościowych bez zawierania indywidualnych umów. W takiej konstrukcji brak „globalnej” korekty ceny po wyroku jest szczególnie dotkliwy.

Wprowadzenie do projektu ustawy ww regulacji w zaproponowanym brzmieniu przyczyni się do zachowania jednolitego standardu ochrony mniejszości oraz zapewni spójność systemową regulacji zawartych w ustawie o ofercie. Bez wprowadzenia do ustawy mechanizmu „globalnej” dopłaty po wyroku, akcjonariusze mniejszościowi będą zmuszeni do indywidualnego dochodzenia roszczeń, co przy niewielkich pakietach akcji jest nieopłacalne i zniechęca do korzystania z ochrony prawnej, a z drugiej strony może zachęcać do zaniżania rzeczywistej, godziwej ceny w wycenach firm audytorskich- które to zgodnie z aktualnym brzmieniem projektu będą sporządzane na zlecenie akcjonariusza większościowego i to bez możliwości ich weryfikacji przez KNF, czy wreszcie bez możliwości realnej weryfikacji prawidłowości przez Sąd powszechny.

Dodanie do art. 82 ustawy o ofercie publicznej ust. 6¹ oraz ust. 6² w postulowanym przez nas brzmieniu zapewni spójny, europejski standard ochrony akcjonariuszy mniejszościowych w polskim porządku prawnym rynku kapitałowego.

Dodatkowo wskazujemy, że zgodnie z art. 10 ust. 2 projektu ustawy: „Akcjonariuszowi spółki publicznej, który w dniu wejścia w życie niniejszej ustawy, samodzielnie lub wspólnie z podmiotami od niego zależnymi lub wobec niego dominującymi oraz podmiotami będącymi stronami porozumienia, o którym mowa w art. 87 ust. 1b ustawy zmienianej w art. 5, posiada nie mniej niż 90% i mniej niż 95% ogólnej liczby głosów w tej spółce, przysługuje, w terminie trzech



miesiące od zmiany posiadanej liczby głosów, prawo żądania od pozostałych akcjonariuszy sprzedaży wszystkich posiadanych przez nich akcji. Do takiego żądania stosuje się przepisy ustawy zmienianej w art. 5, w brzmieniu nadanym niniejszą ustawą”.

W ocenie SII uprawnienie do przeprowadzenia przymusowego wykupu na podstawie przepisu przejściowego nowelizowanej ustawy, powinno przysługiwać wyłącznie akcjonariuszom, którzy samodzielnie lub wspólnie z podmiotami od niego zależnymi lub wobec niego dominującymi oraz podmiotami będącymi stronami porozumienia, o którym mowa w art. 87 ust. 1b ustawy o ofercie publicznej zwiększyli stan posiadania liczby głosów w tej spółce. Aktualne brzmienie projektowanej regulacji, nie jest jednoznaczne i może budzić wątpliwości interpretacyjne w przypadkach, w których nastąpiła zmiana posiadanej liczby głosów polegająca na ich obniżeniu.

Z uwagi na powyższe proponujemy następujące brzmienie art. 10 ust. 2:

„Akcjonariuszowi spółki publicznej, który w dniu wejścia w życie niniejszej ustawy, samodzielnie lub wspólnie z podmiotami od niego zależnymi lub wobec niego dominującymi oraz podmiotami będącymi stronami porozumienia, o którym mowa w art. 87 ust. 1b ustawy zmienianej w art. 5, posiada nie mniej niż 90% i mniej niż 95% ogólnej liczby głosów w tej spółce, przysługuje, w terminie trzech miesięcy od zwiększenia posiadanej liczby głosów, prawo żądania od pozostałych akcjonariuszy sprzedaży wszystkich posiadanych przez nich akcji. Do takiego żądania stosuje się przepisy ustawy zmienianej w art. 5, w brzmieniu nadanym niniejszą ustawą”.