

Warszawa, 20 kwietnia 2026 r.
KL/277/70/KJ/2026

Pan
Jurand Drop
Podsekretarz Stanu
Ministerstwo Finansów

Szanowny Panie Ministrze,

w związku z pracami legislacyjnymi dotyczącymi Projektu ustawy o zmianie niektórych ustaw w związku z usprawnieniem funkcjonowania rynku kapitałowego (UC137), Konfederacja Lewiatan przedstawia swoje stanowisko wraz z zawartą w nim analizą.

Liczymy, że przedstawione propozycje zostaną uwzględnione w dalszych etapach prac legislacyjnych.

Z poważaniem



Marek Górski
Prezydent Konfederacji Lewiatan

W załączeniu: Stanowisko do Projektu ustawy o zmianie niektórych ustaw w związku z usprawnieniem funkcjonowania rynku kapitałowego.

member of



BUSINESSatOECD

member of

BUSINESSEUROPE

Konfederacja Lewiatan
ul. Zbyszka Cybulskiego 5
00-727 Warszawa
tel. +48 22 55 99 900
lewiatan@lewiatan.org
www.lewiatan.org

Polish Confederation
Lewiatan
Brussels Office
Avenue de Cortenbergh 168
tel. +32 2 732 12 10

NIP 5262353400
KRS 0000053779
Sąd Rejonowy dla
m. st. Warszawy w Warszawie XIII
Wydział Gospodarczy

STANOWISKO KONFEDERACJI LEWIATAN DOT. PROJEKTU USTAWY O ZMIANIE NIEKTÓRYCH USTAW W ZWIĄZKU Z USPRAWNINIEM FUNKCJONOWANIA RYNKU KAPITAŁOWEGO DALEJ OKREŚLANEGO JAKO „PROJEKT”.

Projekt ustawy o zmianie niektórych ustaw w związku z usprawnieniem funkcjonowania rynku kapitałowego w części dotyczącej zmian w ustawie z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, w szczególności w zakresie art. 82 i 83, wymaga szczegółowej oceny pod kątem jego zgodności z Dyrektywą 2004/25/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie ofert przejęcia, a także wpływu na spójność krajowego modelu przymusowego wykupu i odkupu akcji w spółkach publicznych.

Projekt wprowadza model ustalania ceny, który odbiega od rozwiązań przewidzianych w art. 15 ust. 5 Dyrektywy. Przepis ten wyraźnie rozróżnia sytuacje ofert dobrowolnych i obowiązkowych, przypisując im odmienne mechanizmy uznania ceny za godziwą – w pierwszym przypadku oparte na poziomie akceptacji oferty, w drugim wynikające ze szczególnego reżimu regulacyjnego. Projektowane przepisy nie zachowują tego rozróżnienia, sprowadzając oba mechanizmy do jednolitego modelu opartego na poziomie odpowiedzi akcjonariuszy na wezwanie.

W art. 15 ust. 5 Dyrektywy w sposób jednoznaczny uregulowano zasady określania ceny godziwej. Cenę uznaje się za godziwą, jeżeli:

- w następstwie dobrowolnej oferty, w obu przypadkach określonych w ust. 2 lit. a) i b), w wyniku oferty oferent nabył papiery wartościowe reprezentujące nie mniej niż 90 % kapitału akcyjnego dającego prawo głosu, który był przedmiotem oferty;
- w następstwie obowiązkowej oferty wykupu świadczenie zaproponowane w ofercie jest uważane za godziwe.

Projekt w sposób nieuprawniony łączy odrębne mechanizmy ustalania ceny przewidziane dla ofert obowiązkowych i dobrowolnych, pomijając ich funkcjonalne rozróżnienie. W konsekwencji przyjęta konstrukcja nie znajduje oparcia w art. 15 ust. 5 Dyrektywy.

Dotychczasowe regulacje krajowe wykorzystywały dopuszczalny zakres swobody wynikający z Dyrektywy 2004/25/WE, przewidując szersze przesłanki stosowania przymusowego wykupu, niezależnie od sposobu osiągnięcia określonego poziomu udziału. Rozwiązanie to pozostawało zgodne z charakterem dyrektywy jako instrumentu ustanawiającego minimalny standard ochrony oraz było powiązane z mechanizmami zapewniającymi odpowiedni poziom ochrony akcjonariuszy mniejszościowych,

member of



BUSINESSatOECD

member of

BUSINESSEUROPE

Konfederacja Lewiatan
ul. Zbyszka Cybulskiego 5
00-727 Warszawa
tel. +48 22 55 99 900
lewiatan@lewiatan.org
www.lewiatan.org

Polish Confederation
Lewiatan
Brussels Office
Avenue de Cortenbergh 168
tel. +32 2 732 12 10

NIP 5262353400
KRS 0000053779
Sąd Rejonowy dla
m. st. Warszawy w Warszawie XIII
Wydział Gospodarczy

w szczególności w zakresie ustalania ceny. Projektowane przepisy prowadzą do nieuzasadnionego odejścia od dotychczasowego modelu, który mieści się w granicach dopuszczalnej swobody regulacyjnej wynikającej z Dyrektywy.

Proponowane rozwiązanie:

Art. 82. [Przymusowy wykup]

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, osiągnął lub przekroczył 95% ogólnej liczby głosów w tej spółce, przysługuje, w terminie trzech miesięcy od osiągnięcia lub przekroczenia tego progu, prawo żądania od pozostałych akcjonariuszy sprzedaży wszystkich posiadanych przez nich akcji (przymusowy wykup).

2. Cenę przymusowego wykupu akcji dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym ustala się zgodnie z art. 79 ust. 1, 2, 3a i 3b oraz art. 79a. Cenę przymusowego wykupu akcji wprowadzonych wyłącznie do alternatywnego systemu obrotu ustala się zgodnie z art. 79 ust. 2, 3a i 3b, art. 79a oraz art. 91 ust. 6-8. Okresy, o których mowa w art. 79 ust. 1, 2, 3a, art. 79a ust. 1 oraz art. 91 ust. 6, ustala się w odniesieniu do terminu przekazania zawiadomienia, o którym mowa w ust. 5

2a. Jeżeli osiągnięcie lub przekroczenie progu, o których mowa w ust. 1, nastąpiło w wyniku ogłoszonego wezwania na sprzedaż lub zamianę wszystkich pozostałych akcji spółki, cena przymusowego wykupu nie może być niższa od ceny proponowanej w tym wezwaniu. Przepisu ust. 2 nie stosuje się.

2b. Jeżeli osiągnięcie lub przekroczenie progu, o którym mowa w ust. 1, nastąpiło w wyniku dobrowolnego wezwania na sprzedaż lub zamianę wszystkich pozostałych akcji spółki, ogłoszonego w trybie art. 72a, mającego na celu przekroczenie progu 50% w ogólnej liczbie głosów w spółce publicznej, 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.

3. Nabycie akcji w wyniku przymusowego wykupu następuje bez zgody akcjonariusza, do którego skierowane jest żądanie wykupu.

4. Ogłoszenie żądania sprzedaży akcji w ramach przymusowego wykupu następuje po ustanowieniu zabezpieczenia w wysokości nie mniejszej niż 100% wartości akcji, które mają być przedmiotem przymusowego wykupu. Ustanowienie zabezpieczenia powinno być udokumentowane zaświadczeniem banku lub innej instytucji finansowej udzielającej zabezpieczenia lub pośredniczącej w jego udzieleniu.

5. Przymusowy wykup jest ogłaszany i przeprowadzany za pośrednictwem podmiotu prowadzącego działalność maklerską na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, który jest obowiązany - nie później niż na 14 dni roboczych przed rozpoczęciem przymusowego wykupu - do równoczesnego zawiadomienia o zamiarze jego ogłoszenia Komisji oraz odpowiednio spółki prowadzącej rynek regulowany albo podmiotu organizującego alternatywny system obrotu, w którym notowane są dane akcje, a jeżeli akcje spółki są notowane na kilku rynkach regulowanych lub w kilku alternatywnych systemach obrotu - wszystkich tych spółek lub podmiotów. Podmiot ten załącza do zawiadomienia informacje na temat przymusowego wykupu.

6. Odstąpienie od ogłoszonego przymusowego wykupu jest niedopuszczalne.

7. Minister właściwy do spraw instytucji finansowych określi, w drodze rozporządzenia, szczegółowy sposób ogłaszania informacji o zamiarze nabycia akcji w drodze przymusowego wykupu i szczegółowe warunki nabywania akcji, uwzględniając konieczność zapewnienia zbywcom możliwości właściwej oceny warunków nabywania akcji w drodze przymusowego wykupu oraz konieczność ukształtowania tych warunków przy zapewnieniu zrównania uprawnień zbywców akcji.

Na marginesie należy wskazać, że problematyka ustalania ceny w procesach przymusowego wykupu była w ostatnim czasie przedmiotem analizy judykatury. W szczególności w orzecznictwie Sądu Najwyższego (Wyrok z dnia 3 marca 2026 r., II CSKP 692/24) akcentowany jest autonomiczny charakter regulacji dotyczących przymusowego wykupu w spółkach publicznych oraz ich funkcjonowanie jako spójnego mechanizmu implementującego rozwiązania wynikające z Dyrektywy 2004/25/WE. W tym kontekście podkreśla się również rolę mechanizmów rynkowych jako podstawowego punktu odniesienia dla ustalania wartości akcji. Jednocześnie należy zauważyć, że zagadnienie to pozostaje przedmiotem dalszej oceny, w tym w toku postępowania przed Trybunałem Konstytucyjnym (SK 99/23).

Konsekwencją przyjętego rozwiązania mogą być również negatywne skutki zarówno dla akcjonariuszy mniejszościowych, jak i dla płynności rynku oraz jego ogólnej atrakcyjności. Wymóg uzyskania wysokiego poziomu zapisów w wezwaniu może zniechęcać akcjonariuszy dominujących do ogłaszania wezwań na pozostałe akcje, co w praktyce ograniczy możliwości wyjścia z inwestycji, w szczególności w spółkach o niskiej płynności. W efekcie projektowany mechanizm, wbrew deklarowanemu celowi, może prowadzić do dalszego obniżenia płynności obrotu oraz utrwalenia struktur akcjonariatu z dominującym akcjonariuszem. Jednocześnie zwiększeniu ulegnie poziom niepewności regulacyjnej, co sprawia, że rynek staje się mniej przewidywalny dla inwestorów strategicznych, a tym samym mniej atrakcyjny z punktu widzenia alokacji kapitału.

Jednocześnie należy zwrócić uwagę na brak dostosowania art. 83 do przyjętego modelu w art. 82 co prowadzi do naruszenia równowagi pomiędzy uprawnieniami akcjonariusza większościowego (squeeze-out) a uprawnieniami akcjonariusza mniejszościowego (sell-out). W szczególności pozostawienie w art. 83 konstrukcji niezależnej od wezwania, przy jednoczesnym uzależnieniu przymusowego wykupu od spełnienia tego warunku, prowadziłoby do niespójności systemowej oraz potencjalnych nadużyć, w tym sytuacji, w których uprawnienia stron kształtowane są według odmiennych, nieprzystających kryteriów.

Konstrukcja Dyrektywy 2004/25/WE opiera się na założeniu odpowiedniego powiązania mechanizmów squeeze-out i sell-out, co znajduje wyraz w art. 16 w zw. z art. 15 Dyrektywy. W projektowanych przepisach zabrakło analogicznego dostosowania art. 83 do zmian wprowadzanych w art. 82, w szczególności w zakresie uzależnienia powstania uprawnienia od osiągnięcia progu udziałowego w wyniku wezwania oraz powiązania z tym mechanizmem zasad ustalania ceny.

W konsekwencji dochodzi do powstania niespójności regulacyjnej, w ramach której uprawnienia akcjonariusza większościowego i mniejszościowego oparte są na odmiennych przesłankach. Takie zróżnicowanie może prowadzić do zaburzenia równowagi pomiędzy stronami stosunku korporacyjnego oraz tworzyć przestrzeń do

potencjalnych nadużyć, w tym sytuacji o charakterze hold-out (tj. celowym wstrzymywaniu się przez akcjonariuszy mniejszościowych od udziału w transakcji w celu uzyskania korzystniejszych warunków). Jednocześnie brak zachowania ekwiwalentności wprowadzonych zmian rodzi ryzyko uznania przyjętych rozwiązań za niespójne z konstrukcją Dyrektywy, której celem jest zapewnienie równoważnej ochrony zarówno akcjonariuszy mniejszościowych, jak i większościowych.

W celu zabezpieczenia interesów akcjonariuszy (zarówno mniejszościowych, jak i większościowych) w spółkach, w których przed dniem wejścia w życie projektowanych przepisów występuje akcjonariusz posiadający pakiet na poziomie co najmniej 90%, lecz poniżej 95% ogólnej liczby głosów, a więc w sytuacjach, w których nie zaktualizowały się jeszcze uprawnienia z art. 82 i 83 ustawy o ofercie publicznej, zasadne jest wprowadzenie odpowiednich przepisów przejściowych umożliwiających skorzystanie z dotychczasowych zasad. W tym celu proponuje się w szczególności utrzymanie możliwości realizacji uprawnień przewidzianych w art. 82 i 83 w dotychczasowym brzmieniu przez okres 12 miesięcy od dnia wejścia w życie ustawy.

W celu zabezpieczenia interesów akcjonariuszy (mniejszościowych oraz większościowych) w spółkach, w których przed dniem wejścia w życie przepisów występuje akcjonariusz posiadający pakiet kontrolny na poziomie 90% lub więcej w ogólnej liczbie głosów, lecz mniej niż 95% w ogólnej liczbie głosów, a więc w spółkach w których nie powstały uprawnienia z art. 82 oraz 83 Ustawy o ofercie publicznej, należy wprowadzić stosowne przepisy przejściowe. Proponuje się następujące rozwiązania:

Art. 8. Do żądania sprzedaży akcji w ramach przymusowego wykupu, o którym mowa w art. 82 ustawy zmienianej w art. 3, ogłoszonego w spółce, w której jakkolwiek akcjonariusz samodzielnie lub wspólnie z innymi podmiotami od niego zależnymi lub wobec niego dominującymi oraz podmiotami będącymi stronami porozumienia, o którym mowa w art. 87 ust. 1 pkt 5 ustawy zmienianej w art. 3, osiągnął lub przekroczył 90% ogólnej liczby głosów, ale nie osiągnął ani nie przekroczył 95% ogólnej liczby głosów, przed dniem wejścia w życie niniejszej ustawy, stosuje się art. 82 ustawy zmienianej w art. 3 w brzmieniu dotychczasowym.

Art. 14. W przypadku gdy osiągnięcie lub przekroczenie progu ogólnej liczby głosów, o których mowa w art. 83 ust. 1 ustawy zmienianej w art. 3, nastąpiło w spółce, w której jakkolwiek akcjonariusz samodzielnie lub wspólnie z innymi podmiotami od niego zależnymi lub wobec niego dominującymi oraz podmiotami będącymi stronami porozumienia, o którym mowa w art. 87 ust. 1 pkt 5 ustawy zmienianej w art. 3, osiągnął lub przekroczył 90% ogólnej liczby głosów, ale nie osiągnął ani nie przekroczył 95% ogólnej liczby głosów, przed dniem wejścia w życie niniejszej ustawy, do żądań, o których mowa w art. 83 ustawy zmienianej w art. 3, stosuje się przepisy ustawy zmienianej w art. 3 w brzmieniu dotychczasowym.

Proponujemy, aby w art. 8 oraz 14 stosowanie wydłużyć okres do 12 miesięcy od dnia wejścia w życie ustawy, co zapewni uczestnikom rynku realną możliwość skorzystania z przysługujących im uprawnień oraz ograniczy ryzyko powstania nieproporcjonalnych skutków regulacyjnych.