



ORZECZNICTWO TRYBUNAŁU KONSTYTUCYJNEGO ZBIÓR URZĘDOWY

Seria A

Warszawa, dnia 11 maja 2026 r.

Pozycja 42

WYROK

z dnia 22 kwietnia 2026 r.

Sygn. akt SK 99/23

W imieniu Rzeczypospolitej Polskiej

Trybunał Konstytucyjny w składzie:

Rafał Wojciechowski – przewodniczący
Stanisław Piotrowicz
Bartłomiej Sochański
Bogdan Świączkowski
Andrzej Zielenacki – sprawozdawca,

protokolant: Agnieszka Krawczyk,

po rozpoznaniu, z udziałem skarżącego, na rozprawie w dniu 22 kwietnia 2026 r., skargi konstytucyjnej P.S. o zbadanie zgodności:

- 1) art. 82 ust. 2 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz. U. z 2021 r. poz. 1983) „w zakresie, w jakim przepis ten – wprowadzając regulacje ceny przymusowego wykupu – nie wprowadza bezwarunkowego wymogu ustalenia tej ceny na poziomie co najmniej równym wartości godziwej przymusowo wykupionych akcji”, z art. 64 Konstytucji Rzeczypospolitej Polskiej,
- 2) art. 79 ust. 1-3 w związku z art. 82 ust. 2 ustawy powołanej w punkcie 1 „w zakresie, w jakim przepis ten – stosowany w wyniku odesłania zawartego w art. 82 ust. 2 tej ustawy na potrzeby ustalenia ceny przymusowego wykupu – pomija obowiązek ustalenia tej ceny na poziomie co najmniej równym wartości godziwej przymusowo wykupionych akcji, poza przypadkami wskazanymi w art. 79 ust. 1 pkt 2 tej ustawy, dla których obowiązek ten wprowadzono”, z art. 64 Konstytucji,

o r z e k a:

Art. 82 ust. 2 w związku z art. 79 ust. 1-3 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz. U. z 2025 r. poz. 592), w brzmieniu obowiązującym do 29 listopada 2019 r., w zakresie, w jakim pomija obowiązek ustalenia ceny przymusowego wykupu akcji dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym na

poziomie co najmniej równym ich wartości godziwej, poza przypadkami wskazanymi w art. 79 ust. 1 pkt 2 tej ustawy, jest niezgodny z art. 64 ust. 1 i 3 w związku z art. 31 ust. 3 Konstytucji Rzeczypospolitej Polskiej.

Ponadto p o s t a n a w i a:

umorzyć postępowanie w pozostałym zakresie.

Orzeczenie zapadło jednogłośnie.

UZASADNIENIE

I

1. W skardze konstytucyjnej, wniesionej do Trybunału Konstytucyjnego 28 lutego 2022 r., P.S. (dalej: skarżący) wniósł o zbadanie zgodności:

1) art. 82 ust. 2 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz. U. z 2021 r. poz. 1983; obecnie: Dz. U. z 2025 r. poz. 592; dalej: ustawa o ofercie publicznej albo u.o.p.) „w zakresie, w jakim przepis ten – wprowadzając regulacje ceny przymusowego wykupu – nie wprowadza bezwarunkowego wymogu ustalenia tej ceny na poziomie co najmniej równym wartości godziwej przymusowo wykupionych akcji”, z art. 64 Konstytucji,

2) art. 79 ust. 1-3 w związku z art. 82 ust. 2 u.o.p. „w zakresie, w jakim przepis ten – stosowany w wyniku odesłania zawartego w art. 82 ust. 2 [u.o.p.] na potrzeby ustalenia ceny przymusowego wykupu – pomija obowiązek ustalenia tej ceny na poziomie co najmniej równym wartości godziwej przymusowo wykupionych akcji, poza przypadkami wskazanymi w art. 79 ust. 1 pkt 2 [u.o.p.], dla których obowiązek ten wprowadzono”, z art. 64 Konstytucji.

1.1. Skarga konstytucyjna została wniesiona w związku z następującym stanem faktycznym.

Skarżący był akcjonariuszem mniejszościowym notowanej na rynku regulowanym spółki publicznej [...] S.A. Kurs jej akcji w latach 2012-2015 ukształtował się na niskich poziomach w stosunku do wykazywanego zysku i posiadanego majątku, przy minimalnej płynności obrotu. Akcjonariuszami dominującymi w spółce [...] S.A. byli [...]. Posiadali oni łącznie około 83,76% ogólnej liczby głosów. Dobrali oni sobie grupę akcjonariuszy mniejszościowych i w październiku 2015 roku zawarli razem z nimi porozumienie akcjonariuszy (dalej: porozumienie), którego celem było przeprowadzenie przymusowego wykupu akcji [...] S.A. po wspólnym przekroczeniu uprawniającego do tego progu 90% ogólnej liczby głosów. W porozumieniu uczestniczyło łącznie 13 podmiotów, w tym 11 akcjonariuszy [...] S.A. oraz dwie spółki zależne od dwóch dominujących akcjonariuszy: [...] sp. z o.o. oraz [...] sp. z o.o., które nie posiadały akcji [...] S.A., ale zgodnie z ustaleniami porozumienia to właśnie one miały nabyć te akcje w drodze przymusowego wykupu. Porozumienie ogłosiło żądanie przymusowego wykupu akcji [...] S.A. 30 listopada 2015 roku. Cena przymusowego wykupu została ustalona w oparciu o średnią cenę z notowań rynkowych akcji [...] S.A. z ostatnich 6 oraz 3 miesięcy przed ogłoszeniem przymusowego wykupu, która wynosiła 1,65 zł. Pozostałe przesłanki wskazane przez u.o.p. się nie zmaterializowały. Z tej przyczyny to średni kurs notowań akcji [...] S.A. z ostatnich 3 i 6 miesięcy stał się podstawą do ustalenia ceny minimalnej przymusowego wykupu. Cena przymusowego wykupu została przez porozumienie ustalona na poziomie 1,67 zł za akcję, zatem 2 grosze ponad ustawowe minima. Przymusowy

wykup został zrealizowany 3 grudnia 2015 r. (w tym dniu nastąpiło rozliczenie transakcji). Skarżący był akcjonariuszem [...] S.A. i na moment dokonania przymusowego wykupu posiadał 12 536 akcji tej spółki. Otrzymał za nie 20 935,12 zł.

W krótkim czasie po przymusowym wykupie dokonano dalszych transferów akcji pomiędzy członkami porozumienia. Skarżący uznał, że poniósł szkodę i 29 stycznia 2016 r. złożył przeciwko [...] (akcjonariuszowi dominującemu [...] S.A.) pozew, żądając zasądzenia od niego różnicy pomiędzy domniemaną wartością godziwą akcji [...] S.A. na moment przymusowego wykupu a ceną przymusowego wykupu. Jednocześnie skarżący wniósł o przeprowadzenie dowodu z wyceny akcji [...] S.A. przez biegłego sądowego, w celu ustalenia wartości godziwej akcji na moment dokonania przymusowego wykupu. Następnie skarżący dokonał dopozwania [...] sp. z o.o. oraz [...] sp. z o.o.

Sąd Rejonowy w K., wyrokiem z 18 lipca 2019 r. (sygn. akt [...]), oddalił powództwo skarżącego o zapłatę przeciwko [...] oraz spółkom [...] sp. z o.o. i [...] sp. z o.o. W pozwie skarżący domagał się od pozwanych zapłaty odszkodowania w związku z przymusowym wykupem przez nich akcji posiadanych przez skarżącego w spółce [...] S.A. (spółka publiczna) poniżej ich wartości godziwej. Swoje roszczenie uzasadniał działaniami restrukturyzacyjnymi prowadzającymi do zniżenia kursu giełdowego akcji. W uzasadnieniu wyroku sąd wyjaśnił jednak, że przymusowy wykup akcji został dokonany na podstawie art. 82 ust. 1, art. 87 ust. 1 i art. 79 ust. 1-3 u.o.p. Z tego powodu roszczenie odszkodowawcze, wywiedzione przez skarżącego na podstawie art. 415, ewentualnie art. 471 ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny (Dz. U. Nr 16, poz. 93, ze zm.), należało uznać za bezzasadne. Sąd przypomniał, że ustawodawca związał cenę akcji w ramach ich przymusowego wykupu z ceną giełdową, a nie wartością rynkową spółki. Dlatego – zdaniem sądu – wskazane w pozwie działania restrukturyzacyjne nie wpłynęły na wartość akcji, a w sprawie nie doszło do naruszenia zasad współzycia społecznego, ponieważ przymusowy wykup akcji po cenie rynkowej jest działaniem powszechnie stosowanym w praktyce obrotu.

Wniesiona przez skarżącego apelacja została oddalona wyrokiem Sądu Okręgowego w K. z 25 października 2021 r. (sygn. akt [...]), wskazanym w skardze konstytucyjnej jako ostateczne orzeczenie o konstytucyjnych wolnościach lub prawach skarżącego.

1.2. W uzasadnieniu skargi skarżący wskazał, że zaskarżone przepisy są niezgodne z gwarantowaną konstytucyjnie ochroną własności, ponieważ nie zapewniają ekwiwalentności świadczenia w zamian za wykupywane w trybie przymusowym akcje. Głównym miernikiem wykupywanych akcji jest bowiem średnia kursowa, która może rażąco odbiegać od ich realnej wartości, a przy tym wyłączeni akcjonariusz nie ma możliwości weryfikacji ceny wykupu akcji. Naruszenie Konstytucji polega zatem na braku unormowania, które bezwarunkowo nakazywałoby zapłatę odszkodowania w wysokości co najmniej wartości godziwej wywłaszczonych akcji. W rezultacie wywłaszczony akcjonariusz mniejszościowy nie otrzymuje ekwiwalentu wartości odebranych akcji i ponosi szkodę, dokonujący zaś przymusowego wykupu akcjonariusz większościowy bogaci się jego kosztem.

Zaskarżone przepisy nie gwarantują wywłaszczanemu akcjonariuszowi notowanej na rynku regulowanym spółki akcyjnej otrzymania ekwiwalentu wywłaszczonego majątku, którym jest wartość godziwa akcji. W praktyce możliwe jest ustalenie ceny przymusowego wykupu w oparciu jedynie o średnie 3-miesięczną i 6-miesięczną kursów akcji. Te parametry uwzględniają wartość akcji jedynie częściowo, w zakresie wartości prawa do sprzedaży akcji, ale ekwiwalent tego prawa nie jest w pełni zagwarantowany. Może się bowiem zdarzyć, że na skutek szczególnie korzystnych zdarzeń gospodarczych kurs akcji spółki w ciągu kilku dni przed ogłoszeniem przymusowego wykupu gwałtownie wzrośnie, jednak przeszłe notowania akcji z kilku ostatnich miesięcy będą na tyle obciążać średnią 3-miesięczną i 6-miesięczną, że cena przymusowego wykupu zostanie ukształtowana znacząco poniżej ceny rynkowej akcji

na moment jego przeprowadzenia. Z kolei ekwiwalent wartości pozostałych praw majątkowych z akcji nie jest w ogóle zapewniony w ofercie publicznej.

Wyciskanemu akcjonariuszowi prywatnej spółki akcyjnej (niepublicznej) otrzymanie ekwiwalentu wyłączonego majątku zapewnia ustawa z dnia 15 września 2000 r. – Kodeks spółek handlowych (Dz. U. z 2024 r. poz. 18; dalej: kodeks spółek handlowych), ponieważ daje ona narzędzia do sądowej weryfikacji, czy cena została ustalona prawidłowo. Akcjonariusz ma prawo do sądowej kontroli wyceny wyłączonych akcji w formie dokonanej przez biegłego sądowego „kontrwyceny”. Kodeks spółek handlowych wprost zastrzega ten wyodrębniony tryb postępowania (postępowanie nieprocesowe prowadzone przez sąd rejestrowy, który powołuje biegłego) dla spółek niepublicznych, stąd nie ma możliwości zastosowania go do spółek publicznych. Ustawa o ofercie publicznej nie gwarantuje uzyskania wzajemnego świadczenia nawet w taki pośredni lub dorozumiany sposób, uniemożliwiając zastosowanie następczej sądowej weryfikacji ceny przymusowego wykupu w jakimkolwiek trybie.

Skarżący upatruje główną przyczynę niezgodności z Konstytucją przepisów dotyczących przymusowego wykupu w tym, że wprowadzenie tej instytucji związane było z implementacją dyrektywy 2004/25/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie ofert przejęcia (Dz. Urz. UE L 142 z 30.04.2004, s. 12; dalej: dyrektywa 2004/25/WE), przy czym ustawodawca nie dostrzegł, że mechanizmy dyrektywy związane są z konkretną sytuacją, w której osiągnięcie progu uprawniającego do przymusowego wykupu następuje w związku z uprzednim odkupieniem akcji w wyniku wezwania związanego z przekroczeniem progów (przejęciem kontroli). Dyrektywa legalizuje cenę przymusowego wykupu (uznaje ją za uczciwą), dlatego że wcześniej doszło do dobrowolnego odsprzedania za tę cenę akcji w odpowiedzi na wezwanie związane z przejęciem kontroli. Przy implementacji dyrektywy 2004/25/WE ustawodawca krajowy nie zastosował dla przymusowego wykupu niepoprzedzonego wezwaniem związanym z przejęciem kontroli dodatkowych mechanizmów, które pozwoliłyby na weryfikację parametrów wynikających z dolnych minimów wskazanych w art. 79 u.o.p. Zamiast tego wprowadził normy, których ekonomiczna treść nie pozwala na przyjęcie, że wartość godziwa akcji w rozumieniu dyrektywy 2004/25/WE jest w nich prawidłowo odzwierciedlona.

W interesie akcjonariuszy dominujących notowanej na rynku regulowanym spółki, którzy zamierzają możliwie jak najtaniej wyłączyć mniejszość w oparciu o minima cenowe wynikające z art. 79 ust. 1a i art. 79 ust. 3 u.o.p. (średnie notowań), jest to, aby kurs akcji ukształtował się możliwie jak najniżej, w każdym razie poniżej ich wartości godziwej. Aby to osiągnąć, nie jest konieczna czynna manipulacja kursem. Czasem wystarcza jedynie wykorzystanie dekonjunkury giełdowej i kreowanie atmosfery zniechęcenia czy braku zainteresowania spółką. Często wykorzystuje się szersze spektrum narzędzi, które daje polityka korporacyjna, aby odstraszyć popyt na akcje: wieloletni brak wypłacania dywidend, obsadzanie kluczowych stanowisk zarządczych przez członków rodzin za wysokie wynagrodzenia, transakcje z podmiotami powiązanymi itp. Zamierzony efekt powstaje, mimo że działania spółek pozostają w granicach prawa.

Zdaniem skarżącego, w przypadku przymusowego wykupu w wyniku ogłoszenia wykupu powstaje przymus odsprzedaży po cenie, która naruszać może realną wartość akcji, nie dając dodatkowych gwarancji ochrony i różnicując w ten sposób zakres ochrony prawnej (art. 64 ust. 2 Konstytucji) oraz ograniczając własność z naruszeniem jej istoty przez przyjęcie apriorycznego założenia, że cena akcji na rynku regulowanym każdorazowo odzwierciedla co najmniej wartość godziwą przymusowo wykupywanych (wyłączanych) akcji, prowadząc w ten sposób do wykupu poniżej realnej wartości stanowiącej istotę własności (art. 64 ust. 3 Konstytucji).

2. Postanowieniem z 26 października 2023 r., sygn. Ts 44/22, OTK ZU B/2023, poz. 310, Trybunał Konstytucyjny postanowił nadać dalszy bieg skardze konstytucyjnej.

3. W piśmie z 21 grudnia 2023 r. Rzecznik Praw Obywatelskich poinformował, że nie zgłasza udziału w niniejszym postępowaniu.

4. Sejm i Prokurator Generalny – uczestnicy niniejszego postępowania – nie zajęli stanowisk w sprawie.

5. W piśmie z 9 maja 2024 r. Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych z siedzibą we Wrocławiu wskazało, że zaskarżone przepisy w zakresie regulującym ustalenie ceny przymusowego wykupu nie gwarantują ekwiwalentu za utracone prawo. Cena uzyskana za akcje spółki publicznej utracone w wyniku procedury przymusowego wykupu jest modelowo niższa od ceny, którą trzeba byłoby zapłacić za nabycie akcji innej spółki o podobnej sytuacji finansowej, majątkowej i ekonomicznej wycenionej w sposób odzwierciedlający jej sytuację majątkową i biznesową, jak również jaką trzeba by zapłacić za akcje innej spółki niepublicznej, gdzie również istnieje mechanizm przymusowego wykupu, jednak skonstruowany tak, aby nie prowadził do pokrzywdzenia akcjonariuszy mniejszościowych. W konsekwencji mniejszościowy akcjonariusz spółki publicznej poddany procedurze przymusowego wykupu akcji za otrzymane świadczenie nie ma możliwości odtworzenia swojej sytuacji majątkowej.

Wskazane w art. 79 ust. 1-3 u.o.p. kryteria ustalania ceny przymusowego wykupu odzwierciedlają wartość rynkową (transakcyjną, wymienną) przedmiotu wyłączenia (akcji). Należy jednak pamiętać, że wartość wymienna bardzo często nie odzwierciedla w pełni wartości danego dobra, ponieważ istotna jest także wartość wynikająca z jego utrzymania (użytkowa). Wartość tę, w przypadku akcji, odzwierciedlają prawa majątkowe akcjonariusza: prawo do udziału w zysku czy prawo do pozostałości likwidacyjnej. Można ją ocenić także w oparciu o wartość aktywów netto (aktywa minus zobowiązania) przypadającą na każdą akcję czy uzupełniająco zysku netto przypadającego na każdą akcję. Akcjonariusz nie musi sprzedawać akcji, aby czerpać z niej dozwolone prawem korzyści. Stąd istotny dla ustalenia rzeczywistej wartości akcji jest w szczególności stan majątkowy, a dodatkowo też np. zyskowość spółki. Tymczasem ustawodawca sprowadził wartość akcji spółki publicznej do poziomu jej wartości spekulacyjnej, giełdowej, opartej często na nieefektywności rynku. Wartość spekulacyjna, giełdowa akcji nie jest najlepszym miernikiem jej wartości godziwej, a już z całą pewnością nie powinna być jej jedynym miernikiem. W szczególności nie powinna być jedynym miernikiem w przypadku spółek z niewielkim *free floatem* (ilością akcji pozostających w wolnym obrocie wśród akcjonariuszy posiadających mniej niż 5% głosów w spółce) czy też o mniejszej kapitalizacji, gdzie również z zasady płynność jest niższa.

Należy zwrócić uwagę na zależności występujące pomiędzy wyceną giełdową (rynkową) akcji a ich płynnością na rynku giełdowym. Płynność obrotu akcjami ma bowiem istotny wpływ na ich rynkową cenę. Łatwo zauważalna jest zależność, zgodnie z którą im niższa jest płynność obrotu danymi akcjami, tym trudniej jest je sprzedać (upłynnić).

Ponadto na spadek ceny giełdowej akcji wpływ ma już sama okoliczność pojawienia się w strukturze akcjonariatu spółki publicznej jednego znacząco dominującego akcjonariusza. Płynność akcji takiej spółki staje się wówczas mniejsza. Przy takiej strukturze akcjonariatu inwestorzy mniejszościowi z reguły nie są skłonni nabywać na rynku publicznym akcji danej spółki, a wręcz przeciwnie, dążą do ich wyprzedaży w celu uchronienia się przed negatywnymi konsekwencjami zmarginalizowania. Z kolei inwestorzy większościowi, ewentualnie skłonni nabywać akcje, oczekują znacznej obniżki ich ceny. Im stan posiadania dominującego akcjonariusza jest większy, tym bardziej pogłębione są opisane powyżej procesy. Brak

płynności cechujący spółki z akcjonariuszem posiadającym znaczny pakiet akcji skutkuje zazwyczaj spadkiem ich ceny giełdowej.

Spadki te są pogłębione w sytuacji, gdy większościowy akcjonariusz zaczyna zbliżać się do stanu posiadania 90% udziału w ogólnej liczbie głosów z akcji. Próg ten gwarantuje bowiem akcjonariuszowi większościowemu możliwość swobodnego wycofania akcji spółki z obrotu giełdowego, a wówczas zbywalność takich akcji staje się *de facto* zerowa. Spadek ceny giełdowej akcji nie jest wtedy skorelowany z rzeczywistą, ekonomiczną wartością spółki ani wyceną majątkową, w tym np. również opartą m.in. o wycenę aktywów netto (aktywa pomniejszone o zobowiązania) jej akcji.

Problem niskiej płynności zasadniczo rzadko kiedy dotyczy wezwań obowiązkowych, przede wszystkim dlatego, że przeprowadzane są one w sytuacji, gdy dopiero dochodzi do uzyskania kontroli nad spółką przez akcjonariusza albo grupę akcjonariuszy. Na ten moment w spółce ciągle jeszcze funkcjonuje liczny akcjonariat mniejszościowy. Stosunkowo sporo akcji pozostaje w wolnym obrocie, w związku z czym jest on zazwyczaj płynny. W przypadku przymusowego wykupu dochodzi natomiast zazwyczaj do przejścia akcji spółki za ułamek ich wartości majątkowej, przy historycznie minimalnych cenach akcji, ukształtowanych nie rzadko w oparciu o niski *free float*, a w konsekwencji także o bardzo niską płynność obrotu.

W przypadku przymusowego wykupu nie dochodzi do nabycia żadnego pakietu kontrolnego przez podmiot żądający sprzedaży akcji. Podmiot taki nie musi płacić żadnej premii za kontrolę nad spółką publiczną, gdyż próg kontroli najczęściej został już przez niego przekroczony na długo przed ogłoszeniem żądania przymusowego wykupu. Ponadto istnieje bardzo duża grupa spółek publicznych, które od początku wprowadzenia ich akcji do obrotu na rynku regulowanym lub do alternatywnego systemu obrotu posiadały dominującego akcjonariusza skupiającego nie tylko ponad 50%, lecz także ponad 66% ogólnej liczby głosów z akcji, co jest istotne z punktu widzenia przepisów o wezwaniach obowiązkowych ustanawiających próg kontroli na poziomie 66% ogólnej liczby głosów z akcji w okresie sprzed nowelizacji u.o.p. w 2022 r. Taki akcjonariusz większościowy nie musiał nigdy wcześniej ogłaszać wezwania majoryzacyjnego, a próg uprawniający do skorzystania z prawa do przymusowego wykupu mógł osiągnąć, nabywając akcje na rynku regulowanym, przy okazji odnosząc osobistą korzyść ekonomiczną z działania mechanizmu spadku wyceny giełdowej akcji na skutek coraz niższej ich płynności. Jednakże nawet jeśli, zwiększając stan swojego zaangażowania w akcjonariacie spółki, był on zobligowany do ogłoszenia wezwania do zapisywania się na sprzedaż wszystkich akcji przez pozostałych akcjonariuszy, to konieczność odczekania 12 miesięcy, by zapłacona podczas takiego wezwania cena nie była brana pod uwagę, przy ustalaniu ceny minimalnej przymusowego wykupu, nie stanowi żadnej realnej trudności. Akcjonariusz planujący przymusowy wykup może bez żadnego uszczerbku odczekać 12 miesięcy, jeśli dzięki temu będzie mógł przejąć akcje spółki posiadane przez pozostałych akcjonariuszy po dużo niższej cenie.

Instytucja wezwania obowiązkowego i przymusowego wykupu zostały wprowadzone do polskiego porządku prawnego w ramach procesu dostosowywania prawa polskiego do prawa Unii Europejskiej, w wyniku implementacji postanowień dyrektywy 2004/25/WE. Celem art. 15 dyrektywy 2004/25/WE było zagwarantowanie stosowania standardu wartości *Fair Value* przy ustalaniu ceny minimalnej w ramach przymusowego wykupu, ponieważ jest to rodzaj transakcji, w której bierze udział konkretny, niekoniecznie zainteresowany jej przeprowadzeniem sprzedający, który działa pod przymusem.

W ocenie Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych z siedzibą we Wrocławiu skarżone przepisy w zakresie, w jakim nie wprowadzają bezwarunkowego wymogu (oraz pomijają wymóg) ustalenia ceny przymusowego wykupu na poziomie co najmniej równym wartości godziwej przymusowo wykupowanych akcji (rozumianej jako cena uczciwa, sprawiedliwa), są sprzeczne z art. 64 Konstytucji.

II

Na rozprawę 22 kwietnia 2026 r. stawił się skarżący oraz przedstawiciele Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych z siedzibą we Wrocławiu. Nie stawili się pozostali uczestnicy postępowania prawidłowo powiadomieni o terminie rozprawy.

III

Trybunał Konstytucyjny zważył, co następuje:

1. Przedmiot zaskarżenia.

1.1. Zaskarżone przepisy ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz. U. z 2021 r. poz. 1983; obecnie: Dz. U. z 2025 r. poz. 592; dalej: ustawa o ofercie publicznej albo u.o.p.) miały w momencie ich zastosowania wobec skarżącego następujące brzmienie:

– art. 82 ust. 2:

„Cenę przymusowego wykupu, z zastrzeżeniem ust. 2a, ustala się zgodnie z art. 79 ust. 1-3”.

– art. 79 ust. 1-3:

„1. Cena akcji proponowana w wezwaniach, o których mowa w art. 73 i art. 74:

1) w przypadku gdy którekolwiek z akcji spółki są przedmiotem obrotu na rynku regulowanym, nie może być niższa od:

a) średniej ceny rynkowej z okresu 6 miesięcy poprzedzających ogłoszenie wezwania, w czasie których dokonywany był obrót tymi akcjami na rynku głównym, albo

b) średniej ceny rynkowej z krótszego okresu – jeżeli obrót akcjami spółki był dokonywany na rynku głównym przez okres krótszy niż określony w lit. a;

2) w przypadku gdy nie jest możliwe ustalenie ceny zgodnie z pkt 1 albo w przypadku spółki, w stosunku do której otwarte zostało postępowanie restrukturyzacyjne lub upadłościowe – nie może być niższa od ich wartości godziwej.

2. Cena akcji proponowana w wezwaniach, o których mowa w art. 73 i art. 74, nie może być również niższa od:

1) najwyższej ceny, jaką za akcje będące przedmiotem wezwania podmiot obowiązany do jego ogłoszenia, podmioty od niego zależne lub wobec niego dominujące, lub podmioty będące stronami zawartego z nim porozumienia, o którym mowa w art. 87 ust. 1 pkt 5, zapłaciły w okresie 12 miesięcy przed ogłoszeniem wezwania, albo

2) najwyższej wartości rzeczy lub praw, które podmiot obowiązany do ogłoszenia wezwania lub podmioty, o których mowa w pkt 1, wydały w zamian za akcje będące przedmiotem wezwania, w okresie 12 miesięcy przed ogłoszeniem wezwania.

3. Cena akcji proponowana w wezwaniu, o którym mowa w art. 74, nie może być również niższa od średniej ceny rynkowej z okresu 3 miesięcy obrotu tymi akcjami na rynku regulowanym poprzedzających ogłoszenie wezwania”.

1.2. Artykuł 82 ust. 2 u.o.p. został zmieniony ustawą z dnia 16 października 2019 r. o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. poz. 2217, ze zm.), ustawą z dnia 7 kwietnia 2022 r. o zmianie ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. poz. 872; dalej: ustawa o zmianie ustawy o listach zastawnych) oraz ustawą z dnia 16 sierpnia 2023 r. o zmia-

nie niektórych ustaw w związku z zapewnieniem rozwoju rynku finansowego oraz ochrony inwestorów na tym rynku (Dz. U. poz. 1723). Z kolei art. 79 ust. 1-3 u.o.p. został zmieniony ustawą o zmianie ustawy o listach zastawnych oraz ustawą z dnia 7 lipca 2022 r. o finansowaniu społecznościami dla przedsięwzięć gospodarczych i pomocy kredytobiorcom (Dz. U. z 2025 r. poz. 1900). Obecnie brzmienie tych przepisów w ustawie z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz. U. z 2025 r. poz. 592) jest następujące:

– art. 82 ust. 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”.

– art. 79 ust. 1-3:

„1. Cena akcji proponowana w wezwaniu:

1) w przypadku gdy którekolwiek z akcji spółki są przedmiotem obrotu na rynku regulowanym, nie może być niższa od:

a) średniej ceny rynkowej:

– z okresu 3 miesięcy poprzedzających przekazanie zawiadomienia, o którym mowa w art. 77a ust. 1, w czasie których dokonywany był obrót tymi akcjami na rynku głównym, oraz

– z okresu 6 miesięcy poprzedzających przekazanie zawiadomienia, o którym mowa w art. 77a ust. 1, w czasie których dokonywany był obrót tymi akcjami na rynku głównym, oraz

b) średniej ceny rynkowej z krótszego okresu - jeżeli obrót akcjami spółki był dokonywany na rynku głównym przez okres krótszy niż określony w lit. a tiret drugie;

2) w przypadku gdy nie jest możliwe ustalenie ceny zgodnie z pkt 1 albo w przypadku spółki, w stosunku do której zostało otwarte postępowanie restrukturyzacyjne lub ogłoszono upadłość – nie może być niższa od ich wartości godziwej.

2. Cena akcji proponowana w wezwaniu nie może być również niższa od:

1) najwyższej ceny, jaką za akcje będące przedmiotem wezwania wzywający, podmioty od niego zależne lub podmioty wobec niego dominujące, podmioty będące osobami trzecimi, o których mowa w art. 87 ust. 1 pkt 3 lit. a, lub podmioty będące stronami zawartego z wzywającym porozumienia, o którym mowa w art. 87 ust. 1 pkt 5, zapłacili lub zobowiązali się zapłacić, w okresie 12 miesięcy poprzedzających przekazanie zawiadomienia, o którym mowa w art. 77a ust. 1, albo

2) najwyższej wartości rzeczy lub praw, które wzywający lub podmioty, o których mowa w pkt 1, wydali lub zobowiązali się wydać w zamian za akcje będące przedmiotem wezwania, w okresie 12 miesięcy poprzedzających przekazanie zawiadomienia, o którym mowa w art. 77a ust. 1.

3. (uchylony)”.

2. Problem konstytucyjny.

Zarzuty skarżącego wobec kwestionowanej regulacji dotyczą przede wszystkim pominięcia prawodawczego, polegającego na niezagwarantowaniu wyłączonego akcjonariuszowi spółki akcyjnej, notowanej na rynku regulowanym, otrzymania ekwiwalentu wyłączonego majątku w postaci godziwej wartości akcji.

3. Dopuszczalność rozpoznania skargi konstytucyjnej i przedmiot kontroli.

Zaskarżone przepisy były podstawą ostatecznego rozstrzygnięcia wydanego wobec skarżącego, ale podlegały, jak wyżej wskazano, zmianom.

Zgodnie z art. 59 ust. 1 pkt 4 ustawy z dnia 30 listopada 2016 r. o organizacji i trybie postępowania przed Trybunałem Konstytucyjnym (Dz. U. z 2019 r. poz. 2393; dalej: u.o.t.p.TK), postępowanie podlega umorzeniu na posiedzeniu niejawnym, jeżeli akt normatywny w zakwestionowanym zakresie utracił moc obowiązującą przed wydaniem orzeczenia przez Trybunał. Wyjątek od tej zasady statuuje art. 59 ust. 3 u.o.t.p.TK, w myśl którego postępowania nie umarza się, jeżeli wydanie orzeczenia w postępowaniu zainicjowanym skargą konstytucyjną jest konieczne dla ochrony konstytucyjnych wolności i praw.

W swoim orzecznictwie Trybunał wielokrotnie wyjaśniał, że przesłanką uzasadniającą kontrolę konstytucyjności nieobowiązującego przepisu jest ustalenie, iż zachodzi związek pomiędzy daną regulacją a ochroną konstytucyjnych praw i wolności. Związek ten zachodzi wówczas, gdy spełnione są trzy przesłanki:

- po pierwsze, przepis będący przedmiotem oceny zawiera treści normatywne odnoszące się do sfery praw i wolności konstytucyjnie chronionych;
- po drugie, nie istnieje żaden alternatywny instrument prawny (poza ewentualnym uznaniem przepisu za niekonstytucyjny), który mógłby spowodować zmianę sytuacji prawnej ukształtowanej definitywnie, zanim ów przepis utracił moc obowiązującą;
- po trzecie, ewentualna eliminacja danego przepisu z systemu prawnego stanowić będzie skuteczny środek do przywrócenia ochrony praw naruszonych obowiązaniem kwestionowanej regulacji prawnej.

O ile uwzględnienie powyższych przesłanek nie da wyniku jednoznacznego, o tyle za trafną należy uznać swoistą dyrektywę interpretacyjną art. 59 ust. 3 u.o.t.p.TK, zgodnie z którą w razie wątpliwości w tym względzie domniemanie przemawia na rzecz merytorycznego rozpoznania skargi konstytucyjnej (zob. wyrok z 21 maja 2001 r., sygn. SK 15/00, OTK ZU nr 4/2001, poz. 85).

Zgodnie z art. 188 Konstytucji Trybunał ma kompetencję do orzekania o wskazanych w nim przepisach prawa stanowionego, na zasadzie wyjątku dopuszcza się – tak w doktrynie, jak i w samym orzecznictwie TK – ocenianie konstytucyjności aktów prawnych pod względem zupełności regulacji. Trybunał nie ma natomiast takiej kompetencji w odniesieniu do zaniechań prawodawczych. Pominięcie prawodawcze polega na tym, że w wydanym akcie normatywnym brakuje unormowań, bez których, ze względu na naturę objętej aktem regulacji, budzi on wątpliwości natury konstytucyjnej. Z kolei zaniechanie prawodawcze polega na niewydaniu aktu normatywnego, choćby obowiązek jego wydania wynikał z norm konstytucyjnych (por. zwłaszcza orzeczenie z 3 grudnia 1996 r., sygn. K 25/95, OTK ZU nr 6/1996, poz. 52 oraz wyrok z 6 maja 1998 r., sygn. K 37/97, OTK ZU nr 3/1998, poz. 33, podtrzymujący tę linię orzeczniczą po uchwaleniu Konstytucji z 1997 r.).

Trybunał bierze pod uwagę to, że kontrola konstytucyjności braku określonej regulacji ma charakter wyjątkowy i powinna podlegać regule *exceptiones non sunt extendendae*. Trybunał nie ma bowiem kompetencji do zastępowania prawodawcy i „uzupełniania” porządku prawnego o treści pożądane z punktu widzenia inicjatora postępowania. W przypadkach wątpliwych Trybunał kwalifikuje określony typ braku regulacji prawnej jako pominięcie prawodawcze albo zaniechanie prawodawcze *a casu ad casum* stosownie do celu i przedmiotu regulacji oraz jej związku z sytuacją jednostki (zob. np. postanowienie z 18 czerwca 2013 r., sygn. SK 1/12, OTK ZU nr 5/A/2013, poz. 70).

W praktyce określenie granicy między zaniechaniem a pominięciem prawodawczym może budzić wątpliwości. W orzecznictwie Trybunału wypracowano kryteria pomocne w odróżnieniu tych przypadków. Trybunał bierze pod uwagę *ratio legis* kwestionowanego przepisu, które może wskazywać, czy zarzucany brak określonej regulacji nie stanowi zamie-

zonego działania ustawodawcy, chcącego pozostawić określone zagadnienie poza regulacją prawną. Wystąpienie pominięć prawodawczych jest bardziej prawdopodobne w wypadku regulacji sprawiających wrażenie przypadkowych (np. pozostawionych z poprzedniej wersji przepisu), absurdalnych albo oczywiście dysfunkcyjnych.

Kolejne kryterium wymaga odpowiedzi na pytanie, czy w danej sytuacji zachodzi jakościowa tożsamość (albo przynajmniej daleko idące podobieństwo) materii unormowanych w danym przepisie i tych pozostawionych poza jego zakresem. Przy ocenie podobieństwa konieczna jest ostrożność, gdyż zbyt pochopne upodobnienie materii grozi postawieniem zarzutu o wykraczanie przez Trybunał poza sferę kontroli prawa i uzurpowanie sobie uprawnień o charakterze prawotwórczym. Pominięcie prawodawcze może zatem występować wtedy, gdy materia pominięta w przepisie oraz materia w nim uregulowana są jakościowo tożsame albo bardzo do siebie zbliżone. Kryterium to jest szczególnie widoczne na tle spraw, w których kwestionowanemu przepisowi zarzuca się naruszenie konstytucyjnej zasady równości.

Innym kryterium jest źródło skierowanego do ustawodawcy nakazu regulacji danej materii; nakaz ten powinien wynikać z Konstytucji. Pominięcie może być badane przez Trybunał – jednak tylko wtedy, gdy na poziomie Konstytucji istnieje norma o treści odpowiadającej normie pominiętej w ustawie kontrolowanej, czyli w danym obszarze obowiązuje konstytucyjny nakaz uregulowania kwestii pominiętych w określony sposób (zob. postanowienie TK z 17 lipca 2019 r., sygn. SK 6/19, OTK ZU A/2019, poz. 38 oraz powołane tam orzeczenia).

W niniejszej sprawie zaszyły przesłanki uzasadniające merytoryczne rozpatrzenie skargi konstytucyjnej. Po pierwsze, brak obowiązku ustalenia ceny przymusowego wykupu akcji na poziomie co najmniej równym ich wartości godziwej odnosi się do sfery praw i wolności konstytucyjnie chronionych, konkretnie do ochrony własności. Po drugie, nie istnieje żaden alternatywny środek prawny – poza ewentualnym uznaniem przepisu za niekonstytucyjny – który mógłby spowodować zmianę sytuacji prawnej skarżącego ukształtowanej definitywnie na podstawie zaskarżonych przepisów. Po trzecie, ewentualne orzeczenie Trybunału Konstytucyjnego o niezgodności zaskarżonego pominięcia z Konstytucją stanowić będzie skuteczny środek do przywrócenia ochrony praw skarżącego naruszonych przez zaskarżone pominięcie.

Biorąc pod uwagę, że art. 82 ust. 2 u.o.p. jest przepisem podstawowym wyznaczającym zasady ustalania ceny przymusowego wykupu akcji dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym przez odesłanie do art. 79 ust. 1-3 u.o.p. oraz zmiany tych przepisów po ich zastosowaniu wobec skarżącego, przedmiotem kontroli w niniejszym postępowaniu jest art. 82 ust. 2 w związku z art. 79 ust. 1-3 u.o.p., w brzmieniu obowiązującym do 29 listopada 2019 r., w zakresie, w jakim pomija obowiązek ustalenia ceny przymusowego wykupu akcji dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym na poziomie co najmniej równym ich wartości godziwej, poza przypadkami wskazanymi w art. 79 ust. 1 pkt 2 u.o.p.

4. Wzorce kontroli.

Wskazane przez skarżącego jako wzorce kontroli art. 64 ust. 1, 2 i 3 Konstytucji stanowią: „Każdy ma prawo do własności, innych praw majątkowych oraz prawo dziedziczenia” (ust. 1); „Własność, inne prawa majątkowe oraz prawo dziedziczenia podlegają równej dla wszystkich ochronie prawnej” (ust. 2); „Własność może być ograniczona tylko w drodze ustawy i tylko w zakresie, w jakim nie narusza ona istoty prawa własności” (ust. 3).

Każdy z trzech ustępów art. 64 Konstytucji reguluje odmienny zakres zagadnień: pierwszy przewiduje przede wszystkim obowiązek ukształtowania przez ustawodawcę konstrukcji poszczególnych praw ekonomicznych, zapewnienie możliwości czynienia z nich użytku oraz przyznanie im odpowiedniej ochrony; drugi stanowi, że wymienione prawa podlegają równej dla wszystkich ochronie prawnej; trzeci reguluje dopuszczalność ograniczania prawa własności.

Trybunał Konstytucyjny wielokrotnie podkreślał znaczenie gwarancji zawartych w art. 64 ust. 2 Konstytucji. Ochronie konstytucyjnej na tej podstawie są poddane zarówno prawo własności w rozumieniu prawa cywilnego, jak i inne prawa majątkowe. Trybunał Konstytucyjny zwracał uwagę, że przywołany przepis dopełnia regulację zawartą w art. 21 ust. 1 oraz art. 64 ust. 1 Konstytucji, nawiązując jednocześnie – w perspektywie konstytucyjnej regulacji ochrony własności – do ogólnej normy art. 32 ust. 1 zdanie pierwsze Konstytucji statuującej zasadę równości. Istotą regulacji z art. 64 ust. 2 Konstytucji jest podkreślenie, że ochrona własności i innych praw majątkowych nie może być różnicowana z uwagi na charakter podmiotu danego prawa (zob. wyroki TK z 25 lutego 1999 r., sygn. K 23/98, OTK ZU nr 2/1999, poz. 25 oraz z 28 października 2003 r., sygn. P 3/03, OTK ZU nr 8/A/2003, poz. 82). Artykuł 64 ust. 2 Konstytucji nie tylko nawiązuje do zasady równości, lecz także daje wyraz ogólnemu stwierdzeniu, że wszystkie prawa majątkowe muszą podlegać ochronie prawnej (por. wyroki z: 13 kwietnia 1999 r., sygn. K 36/98, OTK ZU nr 3/1999, poz. 40; 2 czerwca 1999 r., sygn. K 34/98, OTK ZU nr 5/1999, poz. 94 oraz 14 marca 2006 r., sygn. SK 4/05, OTK ZU nr 3/A/2006, poz. 29). W wyroku z 12 grudnia 2005 r., sygn. SK 20/04, Trybunał stwierdził, że: „Ochrona prawa majątkowego, o której mowa w art. 64 ust. 2 Konstytucji, nie oznacza gwarancji określonej treści prawa majątkowego. W orzecznictwie Trybunału prezentowany jest pogląd, że na gruncie art. 64 ust. 2 Konstytucji można wskazać dwa aspekty ochrony konstytucyjnej praw majątkowych z punktu widzenia podmiotowego:

- po pierwsze, ochroną taką objęty jest każdy, komu przysługuje prawo majątkowe, bez względu na posiadane cechy osobowe czy inne szczególne przymioty;
- po drugie, ochrona praw podmiotowych musi być równa dla wszystkich tych podmiotów. Oznacza to, że ustawodawca, tworząc określone prawa majątkowe i mając szeroką swobodę w kreowaniu ich treści, musi liczyć się z koniecznością respektowania zasad wskazanych w art. 64 Konstytucji” (OTK ZU nr 11/A/2005, poz. 133).

W orzecznictwie Trybunału podkreśla się, że uregulowanie w art. 64 ust. 3 Konstytucji przesłanek ograniczania własności nie wyłącza stosowania generalnej zasady proporcjonalności ograniczania praw i wolności konstytucyjnych, wyrażonej w art. 31 ust. 3 Konstytucji.

W przypadku zarzutu naruszenia zasady proporcjonalności w związku z ograniczaniem prawa własności art. 31 ust. 3 Konstytucji powinien odgrywać rolę podstawową, natomiast art. 64 ust. 3 Konstytucji traktować należy jako konstytucyjne potwierdzenie ogólnej dopuszczalności wprowadzania ograniczeń tego prawa (zob. wyroki TK z: 25 maja 1999 r., sygn. SK 9/98, OTK ZU nr 4/1999, poz. 78 oraz 29 lipca 2013 r., sygn. SK 12/12, OTK ZU nr 6/A/2013, poz. 87). W związku z tym ocena konstytucyjnej dopuszczalności ustawowego ograniczania prawa własności musi uwzględniać wymagania przewidziane w art. 31 ust. 3 Konstytucji. Przekroczenie ram proporcjonalności ingerencji i naruszenie art. 31 ust. 3 zdanie pierwsze Konstytucji powoduje naruszenie ogólnej gwarancji ochrony prawa własności – art. 64 ust. 1 Konstytucji (zob. wyrok TK z 29 lipca 2013 r., sygn. SK 12/12).

Na podstawie art. 64 ust. 3 i art. 31 ust. 3 Konstytucji dopuszcza się ograniczenie własności wyłącznie w drodze ustawy oraz zakazuje naruszenia istoty prawa własności. Artykuł 31 ust. 3 Konstytucji wskazuje ponadto, że ograniczenie prawa własności jest dopuszczalne w sytuacji, gdy jest konieczne w demokratycznym państwie prawnym dla ochrony jego bezpieczeństwa, porządku publicznego, środowiska, zdrowia i moralności publicznej oraz wolności i praw innych osób.

Ustanowiona w art. 31 ust. 3 Konstytucji zasada proporcjonalności była wielokrotnie przedmiotem rozważań Trybunału. Stosownie do tej zasady ograniczenia wolności i praw są dopuszczalne, jeżeli: 1) wprowadzona regulacja ustawowa jest w stanie doprowadzić do zamierzonych przez nią skutków (kryterium przydatności), 2) regulacja ta jest niezbędna do ochrony interesu publicznego, któremu służy (kryterium konieczności), 3) jej korzyści pozo-

stają w odpowiedniej proporcji do ciężarów nakładanych przez nią na obywatela (kryterium proporcjonalności w ścisłym tego słowa znaczeniu). Zasada ta kładzie szczególny nacisk na adekwatność celu i środka użytego do jego osiągnięcia. To znaczy, że spośród możliwych środków oddziaływania należałoby wybierać środki skuteczne dla osiągnięcia założonych celów, a zarazem jak najmniej uciążliwe dla podmiotów, wobec których mają być zastosowane lub dolegliwe w stopniu nie większym niż jest to niezbędne dla osiągnięcia założonego celu (zob. np. wyroki TK z: 11 kwietnia 2000 r., sygn. K 15/98, OTK ZU nr 3/2000, poz. 86; 11 kwietnia 2006 r., sygn. SK 57/04, OTK ZU nr 4/A/2006, poz. 43 i 10 czerwca 2008 r., sygn. SK 17/07, OTK ZU nr 5/A/2008, poz. 78).

Skarżący nie wskazał wprost art. 31 ust. 3 Konstytucji jako wzorca kontroli, ale argumentacja przedstawiona w skardze uzasadnia ocenę zaskarżonych przepisów również z uwzględnieniem tego postanowienia ustawy zasadniczej. Poza tym jego szczególny charakter sprawia, że nawet niepowołany w piśmie inicjującym postępowanie przed Trybunałem Konstytucyjnym może być podstawą kontroli konstytucyjności badanego przepisu w zbiegu z innym przepisem wskazanym przez skarżącego jako wzorzec kontroli konstytucyjności.

5. Kwestia zgodności zaskarżanych przepisów z art. 64 w związku z art. 31 ust. 3 Konstytucji.

5.1. Instytucja przymusowego wykupu akcji.

Instytucja przymusowego wykupu akcji, unormowana w ustawie o ofercie publicznej została wprowadzona w ramach implementacji art. 15 dyrektywy 2004/25/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie ofert przejęcia (Dz. Urz. UE L 142 z 30.04.2004, s. 12; dalej: dyrektywa 2004/25/WE).

Dyrektywa 2004/25/WE nie definiuje, czym jest wartość godziwa akcji znajdujących się w obrocie na rynku giełdowym. Wyraźnie jednak przesądza, że niezależnie od wartości rynkowej akcji, najwyższa cena zapłacona za nie przez podmiot lub podmioty przejmujące kontrolę nad spółką publiczną, jest uważana za godziwą cenę.

W angielskiej wersji językowej dyrektywy 2004/25/WE w art. 5 ust. 1 i 4 używane jest pojęcie *equitable price*, które utożsamiane jest z pojęciem *Fair Market Value* (w tłumaczeniu na język polski godziwa wartość rynkowa). Podobnie wersja francuskojęzyczna dyrektywy 2004/25/WE posługuje się pojęciem *prix equitable*. Standard wartości *Fair Market Value* zakłada, że w transakcji biorą udział typowy hipotetyczny kupujący i typowy hipotetyczny sprzedający, zainteresowani przeprowadzeniem transakcji i niedziałający pod przymusem (nakazem). Jest to więc odwzorowanie pewnej hipotetycznej sytuacji, która nie miała i która nigdy nie będzie miała miejsca, a zatem abstrahuje od okoliczności konkretnej transakcji (kim są strony transakcji, jakie są pomiędzy nimi powiązania, jakie powiązania występują pomiędzy przedsiębiorstwami, czy występuje efekt synergii, jakie są szanse/zagrożenia związane z połączeniem itd.).

Odmienny standard wartości przywołany jest natomiast w art. 15 dyrektywy 2004/25/WE normującym instytucję przymusowego wykupu. Zgodnie z art. 15 ust. 2 zdanie pierwsze dyrektywy 2004/25/WE „Państwa Członkowskie zapewniają, aby oferent mógł żądać sprzedania mu pozostałych papierów wartościowych od wszystkich ich posiadaczy po uczciwej cenie”. W angielskiej wersji językowej użyto terminu *fair price*, a w francuskiej *juste prix*.

Odwołanie się do ceny uczciwej (*fair price*, *juste prix*) wprost koresponduje ze standardem wartości *Fair Value*, tj. standardem wartości sprawiedliwej. W standardzie tym przyjmuje się, że co najmniej jeden z tych podmiotów działa pod przymusem (nakazem), np. w związku z łączeniem się spółek zależnych. W takiej sytuacji wyznaczona wartość powinna być sprawiedliwa z punktu widzenia sprzedającego, z uwzględnieniem faktu, że nie ma on możliwości utrzymania (zatrzymania) przedmiotu wyceny. Jest to więc sytuacja diametral-

nie odmienna od tej, z jaką mamy do czynienia przy stosowaniu standardu wartości *Fair Market Value* (zob. *Krajowy Standard Wyceny Specjalistyczny*, pkt 7 *Standardy wartości*, s. 6-7).

W wersji angielskiej pojęcie *fair price* konsekwentnie pojawia się również w art. 15 ust. 5 dyrektywy 2004/25/WE. Podobnie w wersji francuskojęzycznej w art. 15 ust. 5 dyrektywy 2004/25/WE konsekwentnie używane jest pojęcie *juste prix* („cena uczciwa”).

W polskiej wersji językowej w art. 15 ust. 5 dyrektywy 2004/25/WE pojęcie *fair value* zostało zastąpione w pierwszym zdaniu pojęciem „ceny godziwej” („Państwa Członkowskie zapewniają, że zagwarantowana jest godziwa cena”). W zdaniu czwartym tego postanowienia posłużono się pojęciem „uczciwej ceny” („W następstwie dobrowolnej oferty, w obu przypadkach określonych w ust. 2 lit. a) i b), proponowane w ofercie świadczenie jest uważane za uczciwe, jeżeli w wyniku oferty oferent nabył papiery wartościowe reprezentujące nie mniej niż 90% kapitału akcyjnego dającego prawo głosu, który był przedmiotem oferty”). W ostatnim zaś zdaniu ponownie użyto pojęcia „wartości godziwej” („W następstwie obowiązkowej oferty wykupu świadczenie zaproponowane w ofercie jest uważane za godziwe”).

Tymczasem celem art. 15 dyrektywy 2004/25/WE było wyraźnie zagwarantowanie stosowania standardu wartości *Fair Value* przy ustalaniu ceny minimalnej w ramach przymusowego wykupu. Jest to bowiem właśnie tego rodzaju transakcja, w której bierze udział konkretny, niekoniecznie zainteresowany jej przeprowadzeniem sprzedający, który działa pod przymusem.

Instytucja przymusowego wykupu akcji polega na uprawnieniu kwalifikowanego liczbą głosów w spółce akcjonariusza do odkupienia akcji od akcjonariuszy mniejszościowych, niezależnie od ich woli. Akcjonariusz większościowy może zatem przeprowadzić przymusowy wykup bez zgody akcjonariuszy mniejszościowych. W takiej sytuacji następuje odpłatne wykluczenie akcjonariuszy mniejszościowych ze spółki publicznej, co można interpretować jako realizację zasady prymatu rządów większości nad mniejszością oraz prymat przewagi elementu kapitałowego nad osobowym w spółkach kapitałowych. Jednocześnie przymusowy wykup akcji stanowi ingerencję w prawo własności akcjonariuszy mniejszościowych, ponieważ wyłącza się ich swobodne rozporządzanie akcjami spółki publicznej.

Za zasadnością stosowania instytucji przymusowego wykupu wskazuje się następujące argumenty:

- usprawnienie funkcjonowania spółki przez wyłączenie z niej akcjonariuszy biernych, a za takich często uważa się drobnych akcjonariuszy;
- ułatwienie restrukturyzacji spółki przez eliminację ryzyka potencjalnych sporów z akcjonariuszami mniejszościowymi;
- umożliwienie wycofania akcji spółki z obrotu regulowanego;
- nadużywanie uprawnień korporacyjnych przez akcjonariuszy mniejszościowych oraz ich nielojalność w stosunku do spółki przejawiająca się częstym zaskarżaniem uchwał walnego zgromadzenia, co może utrudniać, a nawet paraliżować realizację zamierzeń gospodarczych spółki, a w skrajnych przypadkach także jej funkcjonowanie;
- odzwierciedlenie rzeczywistego układu sił w spółce i dostosowanie struktury akcjonariatu do faktycznych relacji między akcjonariuszami (por. M. Dyl, uwagi do art. 82, [w:] *Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych*, red. A. Chłopecki, M. Dyl, Warszawa 2014, s. 516-517; M. Michalski, uwagi do art. 82, [w:] *Ustawa o ofercie publicznej. Komentarz*, red. M. Michalski, Warszawa 2014, s. 508); K. Borkowska, S. Jakszuk, uwagi do art. 82, [w:] *Prawo rynku kapitałowego. Tom II. Komentarz*, red. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, Warszawa 2023, s. 292; T. Jaranowski, M. Mataczyński, uwagi do art. 82, [w:] *Ustawa o ofercie publicznej. Komentarz*, red. T. Sójka, Warszawa 2025, s. 409-410).

Instytucja przymusowego wykupu akcji funkcjonowała jeszcze przed wprowadzeniem jej w odniesieniu do spółek publicznych. Regulację przymusowego wykupu akcji w spółkach niepublicznych zawiera art. 418 ustawy z dnia 15 września 2000 r. – Kodeks spółek handlowych (Dz. U. z 2024 r. poz. 18; dalej: k.s.h.). W wyroku z 21 czerwca 2005 r., sygn. P 25/02 (OTK ZU nr 6/A/2005, poz. 65), Trybunał Konstytucyjny orzekł, że 1) art. 418 § 1 k.s.h. rozumiany jako niewyłączający prawa akcjonariusza pokrzywdzonego przymusowym wykupem akcji do zaskarżenia uchwały o tym wykupie jest zgodny z art. 2, art. 31 ust. 3, art. 45 ust. 1, art. 64 w związku z art. 31 ust. 3 i z art. 176 ust. 1 oraz nie jest niezgodny z art. 21 ust. 2 Konstytucji; 2) art. 418 § 2 w związku z art. 417 § 1 k.s.h. jest zgodny z art. 2, art. 31 ust. 3, art. 45 ust. 1, art. 64 w związku z art. 31 ust. 3 i z art. 176 ust. 1 oraz nie jest niezgodny z art. 21 ust. 2 Konstytucji.

Artykuł 418 § 4 k.s.h. wyłączał jednak możliwość stosowania przymusowego wykupu akcji w stosunku do spółek publicznych. Zgodnie z art. 418 § 1 k.s.h. przymusowy wykup akcji w spółce niepublicznej wymaga podjęcia uchwały walnego zgromadzenia. Uchwała taka musi zostać podjęta większością 95% oddanych głosów. Ponadto uchwała powinna dotyczyć akcjonariuszy reprezentujących nie więcej niż 5% kapitału zakładowego, a akcje powinny być przejmowane przez nie więcej niż 5 akcjonariuszy posiadających nie mniej niż 95% kapitału zakładowego, z których każdy posiada nie mniej niż 5% kapitału zakładowego. Stosownie do art. 417 § 1 k.s.h. wykupu w spółce niepublicznej dokonuje się po cenie ustalonej przez biegłego wybranego przez walne zgromadzenie. W przypadku gdy akcjonariusze nie wybiorą biegłego na tym samym walnym zgromadzeniu, zarząd zwróci się w terminie tygodnia od dnia walnego zgromadzenia do sądu rejestrowego o wyznaczenie biegłego w celu wyceny akcji będących przedmiotem wykupu. Przepisy ustawy o ofercie publicznej ustanawiają odrębną regulację na potrzeby stosowania przymusowego wykupu w stosunku do spółek publicznych.

Uprawnienie przymusowego wykupu akcji przyznane akcjonariuszowi większościowemu związane jest wyłącznie z osiągnięciem kwalifikowanej siły głosów i nie wiąże się z koniecznością żadnego merytorycznego uzasadnienia. Z żądaniem wykupu akcji może wystąpić akcjonariusz 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 u.o.p., osiągnął lub przekroczył określoną większość ogólnej liczby głosów w tej spółce (obecnie 95%, wcześniej 90%). Przymusowy wykup akcjonariuszy mniejszościowych ma zatem miejsce najczęściej w przypadkach, gdy między akcjonariuszami wykupującymi istnieje pewna materialna podstawa uzasadniająca przeprowadzenie wykupu, czy to wynikająca z istniejących faktycznych powiązań organizacyjnych (stosunek zależności lub dominacji), czy to powiązań formalnych (porozumienie w rozumieniu art. 87 ust. 1 pkt 5 u.o.p.). Nie jest przy tym istotne, który z akcjonariuszy faktycznie nabyte akcje podlegające wykupowi. Nabywcami mogą być wszyscy akcjonariusze spółki, o których mowa w art. 82 ust. 1 u.o.p., a nie tylko akcjonariusz występujący z żądaniem przymusowego wykupu. Wskazanie szczegółowych zasad wykupu pozostaje w gestii uprawnionych akcjonariuszy większościowych i jest przedmiotem ich wewnętrznego porozumienia. Nie jest dopuszczalne odstępianie od ogłoszonego przymusowego wykupu przez akcjonariusza występującego z żądaniem wykupu (art. 82 ust. 6 u.o.p.).

Wykupowi podlegają wszystkie akcje nienależące do akcjonariuszy wykupujących. Zapewnia to efektywność instytucji przymusowego wykupu, która z założenia ma doprowadzić do eliminacji z akcjonariatu spółki wszystkich drobnych akcjonariuszy i pozostawienie w nim wyłącznie akcjonariuszy występujących z żądaniem przymusowego wykupu.

Akcjonariusze mniejszościowi nie mogą odmówić uczestnictwa w przymusowym wykupie ani się takiemu wykupowi sprzeciwić. Do przeprowadzenia przymusowego wykupu nie jest bowiem potrzebna uchwała walnego zgromadzenia, a zatem nie ma możliwości zaskarże-

nia decyzji o wykupie. Wykup dokonuje się niezależnie od woli akcjonariuszy mniejszościowych, jeśli spełnione są wszystkie przesłanki jego przeprowadzenia.

Charakter prawny przymusowego wykupu akcjonariuszy mniejszościowych bywa różnie kwalifikowany w doktrynie. Brak zgodnych oświadczeń woli stron przesądza, że nie można uznać, iż do wykupu dochodzi przez zawarcie umów sprzedaży pomiędzy akcjonariuszem wykupywanym a akcjonariuszem wykupującym. W miejsce stosunku prawnego spółki powstaje po stronie akcjonariusza wykupującego roszczenie o wydanie akcji będących przedmiotem wykupu, a po stronie akcjonariuszy mniejszościowych roszczenie o zapłatę ceny. Prawo do przymusowego wykupu jest prawem terminowym i może być wykonane przez akcjonariusza (akcjonariuszy) wykupującego w terminie 3 miesięcy od osiągnięcia lub przekroczenia określonego progu ogólnej liczby głosów w tej spółce. Po tym terminie uprawnienie wygasa.

Przymusowy wykup przeprowadzany jest w drodze ogłoszenia dokonywanego za pośrednictwem podmiotu prowadzącego działalność maklerską na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej. Proces wykupu jest objęty nadzorem Komisji Nadzoru Finansowego.

Uprawnienie kwalifikowanego akcjonariusza większościowego wiąże się z nałożeniem na niego obowiązków wynikających z procedury przeprowadzania przymusowego wykupu, w ramach której jednym z kluczowych elementów jest mechanizm ustalania ceny wykupu akcji. Artykuł 82 ust. 2 u.o.p. wprowadza cenę minimalną akcji podlegających wykupowi. W sytuacji, gdy ogłoszenie żądania wykupu nie było poprzedzone wezwaniem do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej, minimalną cenę wykupu ustala się zgodnie z art. 79 ust. 1-3 u.o.p.

Cena przymusowego wykupu akcji należących do mniejszości, w myśl art. 82 ust. 2 w związku z art. 79 ust. 1-3 u.o.p., powinna zostać określona zgodnie z następującymi regułami: w przypadku gdy jakiegokolwiek akcje spółki są przedmiotem obrotu na rynku regulowanym, nie może być niższa od średniej ceny rynkowej z okresu 6 miesięcy poprzedzających ogłoszenie przymusowego wykupu, w czasie których dokonywany był obrót tymi akcjami na rynku głównym, albo średniej ceny rynkowej z krótszego okresu – jeżeli obrót akcjami spółki był dokonywany na rynku głównym przez okres krótszy. W przypadku gdy nie jest możliwe ustalenie ceny zgodnie z zasadami wskazanymi powyżej albo w przypadku spółki, w stosunku do której otwarte zostało postępowanie układowe lub upadłościowe – nie może być niższa od ich wartości godziwej. Ponadto cena akcji w ramach przymusowego wykupu nie może być niższa od najwyższej ceny, jaką za akcje będące przedmiotem przymusowego wykupu podmiot uprawniony do jego ogłoszenia, podmioty od niego zależne lub wobec niego dominujące lub podmioty będące stronami zawartego z nim porozumienia, o którym mowa w art. 87 ust. 1 pkt 5 u.o.p., zapłaciły w okresie 12 miesięcy przed ogłoszeniem przymusowego wykupu albo najwyższej wartości rzeczy lub praw, które podmiot dokonujący przymusowego wykupu lub podmioty, o których mowa powyżej, wydały w zamian za akcje będące przedmiotem wezwania w okresie 12 miesięcy przed ogłoszeniem wezwania. Cena akcji będących przedmiotem przymusowego wykupu nie może być również niższa od średniej ceny rynkowej z okresu 3 miesięcy obrotu tymi akcjami na rynku regulowanym poprzedzających ten wykup. Jeżeli osiągnięcie lub przekroczenie progu 90% głosów 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 (art. 82 ust. 2a u.o.p.). Nie jest wykluczone zaoferowanie przez akcjonariusza większościowego ceny wyższej niż ta wynikająca ze wskazanych przepisów ustawy o ofercie publicznej.

Podstawową regułą wynikającą z art. 79 ust. 1 pkt 1 u.o.p. jest nakaz, aby cena minimalna proponowana w wezwaniu na akcje będące przedmiotem obrotu na rynku regulowanym nie była niższa niż średnia cena rynkowa tych akcji z okresu 6 miesięcy poprzedzających ogłoszenie wezwania, w czasie których dokonywany był obrót tymi akcjami na rynku głów-

nym, albo średniej ceny rynkowej z krótszego okresu – jeżeli obrót akcjami spółki był dokonywany na rynku głównym przez okres krótszy niż 6 miesięcy. Obliczenie średniej ceny rynkowej w praktyce sprowadza się do obliczenia średniej arytmetycznej ze średnich dziennych cen ważonych wolumenem obrotu w ostatnim półroczu lub – jeżeli czas obrotu jest krótszy niż pół roku – w krótszym okresie.

Ustalenie właściwej metody dla danego przypadku obliczeń jest uzależnione od systemu notowań, w którym notowane są akcje spółki. Na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie funkcjonują dwa systemy notowań: system notowań kursu jednolitego (*fixing*) oraz system notowań ciągłych. Podstawową różnicą pomiędzy wskazanymi systemami jest to, że w systemie notowań kursu jednolitego ustalany jest jeden kurs dla wszystkich transakcji zawieranych w jednym momencie, ale na podstawie zleceń złożonych w określonym dłuższym przedziale czasu. Natomiast w systemie notowań ciągłych kurs ustalany jest na bieżąco dla każdej transakcji oddzielnie, na podstawie złożonych zleceń.

W zależności od systemu, w jakim notowane są akcje spółki, której dotyczy wezwanie, w odmienny sposób będzie ustalana średnia dzienna cena akcji. W systemie notowań kursu jednolitego średnia cena dzienna akcji obliczana jest według średniej ceny w oparciu o kurs z dwóch notowań. Natomiast w systemie notowań ciągłych średnia dzienna cena obliczana jest według średniej ceny akcji ważonej wolumenem zrealizowanych zleceń w danym dniu. Wyliczona w ten sposób średnia cena dzienna stanie się podstawą obliczenia zgodnie z art. 79 ust. 7 u.o.p. średniej ceny rynkowej, pozwalającej na ustalenie minimalnej wysokości ceny, jaką należy zaproponować w wezwaniu.

5.2. Ocena zgodności zaskarżanych przepisów z art. 64 w związku z art. 31 ust. 3 Konstytucji.

Skarżący zarzucił, że pominięcie prawodawcze polegające na niezagwarantowaniu wywłaszczeniu akcjonariuszowi spółki akcyjnej notowanej na rynku regulowanym otrzymania ekwiwalentu wywłaszczonego majątku w postaci godziwej wartości akcji narusza art. 64 Konstytucji. W celu wzmocnienia swojego zarzutu skarżący wskazał na odczytywaną przez niego z art. 21 ust. 2 Konstytucji zasadę ekwiwalentności, nakazującą przyznanie odszkodowania odpowiadającego wartości wywłaszczonego mienia.

Artykuł 64 ust. 1 Konstytucji, zgodnie z którym każdy ma prawo do własności, innych praw majątkowych oraz prawo dziedziczenia, przewiduje przede wszystkim obowiązek ukształtowania przez ustawodawcę konstrukcji poszczególnych praw ekonomicznych, zapewnienie możliwości czynienia z nich użytku oraz przyznanie im odpowiedniej ochrony, przy czym jej art. 64 ust. 2 doprecyzowuje, że rozważane prawa mają podlegać ochronie równej dla wszystkich. Zagadnienie dopuszczalności ograniczania prawa własności zostało uregulowane z kolei w art. 64 ust. 3 Konstytucji, zgodnie z którym własność może być ograniczona tylko w drodze ustawy i tylko w zakresie, w jakim nie dochodzi do naruszenia jej istoty. Granice możliwych ograniczeń pozostałych praw majątkowych wynikają z art. 31 ust. 3 ustawy zasadniczej, z zastrzeżeniem, że omawiany przepis, w zakresie nieuregulowanym w jej art. 64 ust. 3, odnosi się również – jak wynika z jednolitego orzecznictwa Trybunału Konstytucyjnego – do ingerencji w prawo własności.

Zgodnie z art. 21 ust. 2 Konstytucji instytucja wywłaszczenia należy do sfery prawa publicznego i obejmuje przede wszystkim przymusowe wyzucie z własności na rzecz Skarbu Państwa lub innego podmiotu prawa publicznego. Różnego rodzaju unormowania z dziedziny prawa prywatnego, przewidujące przejście prawa własności wbrew woli uprawnionego na inną osobę lub osoby, nie powinny być oceniane w świetle konstytucyjnej regulacji dotyczącej instytucji wywłaszczenia. Unormowanie przewidziane w tym przepisie nie pozostaje jednak bez znaczenia dla interpretacji art. 64 Konstytucji, a przede wszystkim określenia wa-

runków dopuszczalności pozbawienia własności na rzecz podmiotu prawa prywatnego (zob. wyrok TK z 29 maja 2001 r., sygn. K 5/01, OTK ZU nr 4/2001, poz. 87).

W swoim orzecznictwie Trybunał wyjaśnił, że „zasada równej dla wszystkich ochrony własności (art. 64 ust. 2 Konstytucji) i zakaz naruszania istoty prawa własności (art. 64 ust. 3 i art. 31 ust. 3 zdanie 2 Konstytucji), interpretowane z uwzględnieniem zasady słusznego odszkodowania obowiązującej w przypadku wywłaszczenia na cele publiczne (art. 21 ust. 2 Konstytucji), nakazują przyjęcie, że również w przypadku rozstrzygnięć ustawodawczych, przewidujących przejście własności między podmiotami prywatnoprawnymi wbrew woli właściciela, obowiązywać powinno założenie spełnienia świadczenia wzajemnego ze strony osoby uzyskującej własność. Należy bowiem założyć, że ustawowa ingerencja w prawo własności, niezależnie od tego, czy dokonywana jest w związku z koniecznością realizacji celów publicznych, czy też w interesie indywidualnym, podlegać powinna do pewnego stopnia takim samym założeniom. Z punktu widzenia właściciela i ochrony jego praw kwestią zasadniczą jest sankcjonowana przez państwo ingerencja w jego prawa majątkowe, natomiast sprawą dalszą (choć oczywiście również nie bez znaczenia) jest to, w czym interesie leży ta ingerencja. Stąd też nie można generalnie zakładać, że ingerencja ustawodawcy w prawo własności dokonana na rzecz osób prywatnych podlega mniejszym czy też «łagodniejszym» rygorom konstytucyjnym niż ingerencja dokonana na rzecz państwa i w interesie publicznym” (wyrok z 21 czerwca 2005 r., sygn. P 25/02, OTK ZU nr 6/A/2005, poz. 65).

W swej treści, ważnej z punktu widzenia rozpoznawanej sprawy, art. 21 ust. 2 Konstytucji ustanawia konstytucyjną, a więc wzmożoną ochronę własności, dopuszczając wywłaszczenie „tylko za słusznym odszkodowaniem”. Trybunał Konstytucyjny w swoim orzeczeniu z 8 maja 1990 r. (sygn. K 1/90, OTK w 1990 r., poz. 2) stwierdził, iż „słuszne odszkodowanie – to odszkodowanie sprawiedliwe. Sprawiedliwe odszkodowanie jest to jednocześnie odszkodowanie ekwiwalentne, bowiem tylko takie nie narusza istoty odszkodowania za przejętą własność”. W konsekwencji odszkodowanie powinno dawać właścicielowi możliwość odtworzenia rzeczy, którą utracił lub, ujmując szerzej, pozwolić wywłaszczonemu odtworzyć jego sytuację majątkową, jaką miał przed wywłaszczeniem. Odszkodowanie nie może być w żaden sposób uszczuplone, i to nie tylko przez sposób obliczania jego wysokości, lecz także przez tryb wypłacania.

Artykuł 82 ust. 2 w związku z art. 79 ust. 1-3 u.o.p. reguluje sytuację przejścia własności między podmiotami prywatnoprawnymi wbrew woli właściciela, co musi skutkować spełnieniem świadczenia wzajemnego ze strony osoby uzyskującej własność. Nie oznacza to jednak, że mamy do czynienia z instytucją wywłaszczenia w rozumieniu art. 21 ust. 2 Konstytucji.

Wyznaczony zaskarżonymi przepisami mechanizm ustalania ceny przymusowego wykupu na podstawie średniego kursu notowań nie oddaje rzeczywistej wartości wykupowanych w tym trybie akcji. W szczególności pomija prawa majątkowe akcjonariusza: prawo do udziału w zysku (art. 347 k.s.h.), prawo do udziału w podziale majątku spółki (art. 474 k.s.h.) czy prawo do sprzedaży akcji (art. 337 k.s.h.). Przysługujące akcjonariuszowi prawo do udziału w zysku to ekspektatywa przyszłych dywidend z działalności gospodarczej przedsiębiorstwa spółki. Przysługujące akcjonariuszowi prawo do udziału w podziale majątku spółki obejmuje należną akcjonariuszowi część udziału z wyprzedazy majątku spółki wskutek jej likwidacji, jeśli nie jest planowana dalsza działalność. Prawo do sprzedaży wyraża możliwość zbycia akcji w dowolnym momencie.

Zaskarżone przepisy nie uwzględniają również wartości aktywów netto (aktywa minus zobowiązania) przypadającej na każdą akcję ani – uzupełniająco – zysku netto przypadającego na każdą akcję. Akcjonariusz nie musi sprzedawać akcji, aby czerpać z niej dozwolone prawem korzyści. Z tego powodu istotny dla ustalenia rzeczywistej wartości akcji jest w szczególności stan majątkowy, a dodatkowo też np. zyskowność spółki. Zaskarżone przepi-

sy sprowadzają wartość akcji spółki publicznej do poziomu jej wartości spekulacyjnej, giełdowej, opartej często na nieefektywności rynku, czy też z reguły niskiej płynności akcji, którą cechuje się polski rynek giełdowy. Wartość spekulacyjna, giełdowa akcji nie powinna być jedynym miernikiem ceny przymusowego wykupu akcji spółki publicznej, ponieważ nie zapewnia ekwiwalentności przymusowo wykupionych akcji. W szczególności nie powinna być jedynym miernikiem w przypadku spółek z niewielkim *free floatem* (ilością akcji pozostających w wolnym obrocie wśród akcjonariuszy posiadających mniej niż 5% głosów w spółce), czy też o mniejszej kapitalizacji, gdzie również z zasady płynność jest niższa.

Porównując wykup przymusowy z ogłoszeniem wezwania do zapisywania się na sprzedaż akcji w trybie art. 73 i art. 74 u.o.p., można zauważyć, że obie te instytucje bazują na tym samym sposobie ustalania ceny, mimo że różnią się dobrowolnością przystąpienia akcjonariusza. W przypadku wezwań ogłaszanych w trybie art. 73 i art. 74 u.o.p. wzywającemu zależy na nabyciu przez niego określonego pakietu akcji i często dochodzi do podwyższenia pierwotnej ceny w wezwaniu, co więcej – jedynie w skrajnych przypadkach cena ta jest ustalana na poziomie minimalnym zgodnie z treścią art. 79 ust. 1-3 u.o.p. Natomiast wykup przymusowy wyklucza po stronie ogłaszającego ryzyko, że akcjonariusz nie zdecyduje się na zbycie akcji po zaoferowanej cenie, ponieważ odstąpienie od ogłoszonego przymusowego wykupu jest niedopuszczalne. W konsekwencji przymusowy wykup jest wykorzystywany, aby związać akcjonariusza spółki publicznej ceną, która niemal zawsze jest ceną minimalną, wyznaczaną na podstawie art. 79 ust. 1-3 u.o.p., niezależnie od tego, jaką wartość rzeczywiście przedstawiają wykupywane akcje.

Regulacje ustawy o ofercie publicznej nie wprowadzają przy tym żadnej kontroli następczej dla dalszych rozporządzeń akcjami nabytymi w ramach wykupu przymusowego. Nie jest zatem wykluczone, że po wykupie przymusowym akcje te zostaną zbyte po cenie wyższej niż ustalonej w ogłoszeniu żądania sprzedaży akcji w ramach przymusowego wykupu.

Podsumowując, przewidziany w zaskarżonej regulacji mechanizm ustalania ceny przymusowego wykupu akcji w wielu sytuacjach prowadzi do nadmiernego ograniczenia prawa własności akcjonariuszy zmuszonych sprzedać posiadane akcje po cenie, która nie jest ekwiwalentna do rzeczywistej ich wartości. Z tego powodu Trybunał stwierdził, że zaskarżona regulacja w zakresie, w jakim pomija obowiązek ustalenia ceny przymusowego wykupu akcji dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym na poziomie co najmniej równym ich wartości godziwej, poza przypadkami wskazanymi w art. 79 ust. 1 pkt 2 u.o.p., jest niezgodna z art. 64 ust. 1 i 3 w związku z art. 31 ust. 3 Konstytucji.

6. Umorzenie postępowania w pozostałym zakresie.

W dotychczasowym orzecznictwie Trybunał Konstytucyjny wielokrotnie wskazywał, że w sytuacji, w której stwierdza niezgodność z Konstytucją kwestionowanej regulacji chociażby z jednym ze wskazanych wzorców kontroli, postępowanie w zakresie badania zgodności tej regulacji z pozostałymi wzorcami kontroli, powołanymi przez podmiot inicjujący postępowanie, może zostać umorzone na podstawie art. 59 ust. 1 pkt 3 u.o.t.p.TK, ze względu na zbędność wyrokowania (zob. np. wyroki TK z: 20 lipca 2006 r., sygn. K 40/05, OTK ZU nr 7/A/2006, poz. 82; 20 maja 2008 r., sygn. P 18/07, OTK ZU nr 4/A/2008, poz. 61; 16 lutego 2010 r., sygn. P 16/09, OTK ZU nr 2/A/2010, poz. 12; 30 lipca 2014 r., sygn. K 23/11, OTK ZU nr 7/A/2014, poz. 80; 3 października 2018 r., sygn. SK 5/16, OTK ZU A/2018, poz. 54). Stwierdzenie przez Trybunał Konstytucyjny niezgodności kwestionowanej regulacji z jednym z przepisów Konstytucji prowadzi bowiem do jej eliminacji z porządku prawnego. Z tego punktu widzenia kontrola zaskarżonej regulacji z art. 64 ust. 2 Konstytucji, który wskazał skarżący jako wzorzec kontroli, jest zbędna.

Mając powyższe na uwadze, Trybunał uznał, że badanie zgodności zaskarżonych przepisów w pozostałym zakresie może zostać umorzone na podstawie art. 59 ust. 1 pkt 3 u.o.t.p.TK.

7. Skutki wyroku.

Skarga konstytucyjna, niezależnie od tego, że prowadzi do wydania powszechnie obowiązującego orzeczenia i eliminacji norm prawnych niezgodnych z wzorcami kontroli, ma również na celu ochronę wolności i praw jednostki. Ochronę tę zapewnia przewidziana w art. 190 ust. 4 Konstytucji możliwość wznowienia postępowania, uchylecia decyzji lub innego rozstrzygnięcia na zasadach i w trybie określonych w przepisach właściwych dla danego postępowania w sprawach, w których prawomocne orzeczenia sądowe, ostateczne decyzje administracyjne lub inne rozstrzygnięcia zostały wydane na podstawie aktu normatywnego, uznanego przez Trybunał Konstytucyjny za niezgodny z Konstytucją. Celem tego przepisu, w odniesieniu do skargi konstytucyjnej, jest doprowadzenie do ponownego rozstrzygnięcia sprawy w stanie prawnym ukształtowanym orzeczeniem Trybunału Konstytucyjnego, a więc po eliminacji niekonstytucyjnego unormowania. Z tego punktu widzenia niniejszy wyrok Trybunału stwierdzający niekonstytucyjność normy, która była podstawą ostatecznego rozstrzygnięcia wobec skarżącego oraz innych podmiotów, stanowi podstawę do uruchomienia środka określonego w art. 190 ust. 4 Konstytucji i właściwych przepisów ustawowych służących jego realizacji.

Konstytucyjna ochrona własności nakazuje ustawodawcy tak ukształtować instytucję wykupu przymusowego, aby zabezpieczyć akcjonariuszy mniejszościowych w ten sposób, że otrzymają oni za swoje akcje ekwiwalentne świadczenie pieniężne w postaci, np. ceny godziwej za akcje. Przyjęcie ceny godziwej w takim postępowaniu nie byłoby nowością, ponieważ ustawodawca wyraźnie zastrzegł, że w przypadkach, gdy nie jest możliwe ustalenie ceny na podstawie średniej ceny rynkowej albo w przypadku spółki, w stosunku do której zostało otwarte postępowanie restrukturyzacyjne lub ogłoszono upadłość, to ona stanowi podstawę do ustalenia ceny akcji w ramach przymusowego wykupu (art. 79 ust. 1 pkt 2 u.o.p.). Ustawa o ofercie publicznej nie definiuje wartości godziwej, ale w tym zakresie można odwołać się do art. 28 ust. 6 ustawy z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości (Dz. U. z 2023 r. poz. 120, ze zm.). Zgodnie z tą regulacją za wartość godziwą przyjmuje się kwotę, za jaką dany składnik aktywów mógłby zostać wymieniony, a zobowiązanie uregulowane na warunkach transakcji rynkowej, pomiędzy zainteresowanymi i dobrze poinformowanymi, niepowiązаныmi ze sobą stronami. Łatwo zauważyć, że pojęcie wartości godziwej odwołuje się do kryteriów rynkowych, ale nie bazuje tylko na średniej notowań na giełdzie w stosunkowo krótko określonym okresie.

Z przedstawionych względów Trybunał Konstytucyjny orzekł jak w sentencji.