

Gdynia, 11.06.2026

**Urząd Komisji Nadzoru Finansowego**

**ul. Piękna 20  
00 – 549 Warszawa**

**Do wiadomości:**

- 1. Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych S.A.**  
ul. Książęca 4, 00 – 498 Warszawa
- 2. ORLEN S.A.**  
ul. Chemików 7, 09 – 411 Płock
- 3. ENERGA S.A.**  
Al. Grunwaldzka 472, 80 – 309 Gdańsk
- 4. Sąd Rejonowy Gdańsk-Północ w Gdańsku, VII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego**  
ul. Piekarnicza 10, 80 – 126 Gdańsk

**WNIOSEK O PODJĘCIE PILNYCH CZYNNOŚCI NADZORCZYCH**

Działając w imieniu i na rzecz Fundacji „To Co Najważniejsze” z siedzibą w Gdyni (dalej jako: „**Fundacja**”), reprezentującej interesy ponad 1000 akcjonariuszy Energa S.A. z siedzibą w Gdańsku (dalej jako: „**Spółka**” lub „**ENERGA**”), w tym drobnych akcjonariuszy indywidualnych, byłych pracowników Energa S.A., emerytów oraz osób fizycznych posiadających akcje Energa S.A. od wielu lat, niniejszym zawiadamiam Urząd Komisji Nadzoru Finansowego o okolicznościach, które w ocenie Fundacji mogą wymagać pilnej interwencji nadzorczej.

Przedmiotem niniejszego zawiadomienia są działania Energa S.A. oraz ORLEN S.A. związane z podwyższeniem kapitału zakładowego Energa S.A. w drodze emisji akcji serii CC, przeprowadzanej formalnie z zachowaniem prawa poboru dotychczasowych akcjonariuszy, jak również obrotu prawami poboru akcji serii CC oraz wpływu działań akcjonariusza dominującego na sposób kształtowania ceny tych instrumentów.

W ocenie Fundacji całokształt okoliczności sprawy uzasadnia poważne wątpliwości co do tego, czy zastosowanie konstrukcji prawa poboru miało w niniejszym przypadku rzeczywisty charakter ochronny wobec akcjonariuszy mniejszościowych. Przeciwnie, analiza przebiegu procesu emisji, jej skali, ceny emisyjnej, struktury akcjonariatu Energa S.A., ograniczonej płynności akcji oraz praw poboru, a także równoległych działań ORLEN S.A. wskazuje, że prawo poboru mogło zostać wykorzystane przede wszystkim jako formalny instrument legitymizujący operację prowadzącą do ekonomicznego rozwodnienia akcjonariuszy mniejszościowych, zwiększenia udziału ORLEN S.A. w kapitale zakładowym i ogólnej liczbie głosów Energa S.A. do poziomu co najmniej 95%, a następnie stworzenia warunków do przeprowadzenia przymusowego wykupu pozostałych akcjonariuszy.

W warunkach bardzo ograniczonego free floatu, niskiej płynności akcji Energa S.A., ograniczonej

płynności praw poboru oraz braku realnego zainteresowania inwestorów zewnętrznych, trudno uznać, aby obrót prawami poboru mógł stanowić miarodajny test rynkowy ich wartości. Potencjalnym i naturalnym nabywcą praw poboru pozostawał w praktyce przede wszystkim ORLEN S.A., jako podmiot posiadający dominującą pozycję korporacyjną, bezpośredni interes w zwiększeniu udziału w Energa S.A. oraz możliwość wykorzystania niewykonanych praw poboru do objęcia dalszych akcji nowej emisji. W konsekwencji akcjonariusze mniejszościowi mogli zostać postawieni przed wyborem wyłącznie pozornym: albo zaangażować istotne środki finansowe w objęcie akcji nowej emisji, co dla znacznej części z nich było ekonomicznie nierealne, albo sprzedać prawa poboru po cenie ukształtowanej w warunkach braku efektywnej konkurencji popytowej.

Powyższe prowadzi do ryzyka podwójnego pokrzywdzenia akcjonariuszy mniejszościowych. Po pierwsze, akcjonariusze ci nie byli w stanie realnie skorzystać z prawa poboru, co skutkowało rozwodnieniem ich udziału w kapitale zakładowym Energa S.A. Po drugie, sprzedaż praw poboru nie zapewniała im adekwatnej rekompensaty ekonomicznej, jeżeli cena tych praw została faktycznie ograniczona przez działania akcjonariusza dominującego, niepłynność rynku oraz brak realnego popytu ze strony niezależnych inwestorów. W takim ujęciu prawo poboru, zamiast pełnić funkcję ochronną, mogło zostać wykorzystane jako instrument umożliwiający przeniesienie wartości ekonomicznej od akcjonariuszy mniejszościowych do akcjonariusza większościowego.

Mając powyższe na uwadze, Fundacja wnosi o niezwłoczne podjęcie przez UKNF czynności wyjaśniających i nadzorczych, w szczególności w celu ustalenia:

1. czy proces emisji akcji serii CC Energa S.A. został przeprowadzony zgodnie z zasadami uczciwego obrotu, transparentności rynku kapitałowego, równego traktowania akcjonariuszy oraz ochrony uzasadnionych interesów akcjonariuszy mniejszościowych;
2. czy konstrukcja emisji akcji serii CC, w tym jej skala, harmonogram, cena emisyjna oraz zasady wykonania prawa poboru, nie prowadziła w praktyce do pozbawienia prawa poboru jego rzeczywistej funkcji ochronnej;
3. czy sposób ustalenia ceny emisyjnej akcji serii CC na poziomie 18,50 zł za akcję odpowiadał wartości ekonomicznej Energa S.A., czy też prowadził do objęcia nowych akcji przez akcjonariusza dominującego po cenie istotnie niższej od wartości godziwej;
4. czy cena praw poboru akcji serii CC została ukształtowana w warunkach rzeczywistego, efektywnego i płynnego rynku, czy też była pochodną działań ORLEN S.A., w tym utrzymywania zaproszenia do sprzedaży akcji Energa S.A. po cenie 18,86 zł;
5. czy w związku z obrotem prawami poboru nie doszło do stworzenia mylącego obrazu rzeczywistego popytu, podaży lub wartości praw poboru, w szczególności w sytuacji, gdy jedynym realnym i ekonomicznie zainteresowanym nabywcą tych instrumentów pozostawał ORLEN S.A.;
6. czy nie doszło do naruszenia przepisów rozporządzenia MAR, w szczególności w zakresie potencjalnej manipulacji instrumentami finansowymi, wykorzystania przewagi informacyjnej lub podejmowania działań mogących przekazywać rynkowi sygnały co do ceny instrumentu finansowego, które nie odzwierciedlały rzeczywistej relacji popytu i podaży;

7. czy Energa S.A. prawidłowo wykonywała obowiązki informacyjne wobec akcjonariuszy i rynku, w szczególności czy akcjonariuszom mniejszościowym przedstawiono pełne, konkretne i weryfikowalne uzasadnienie ekonomiczne emisji, sposób ustalenia ceny emisyjnej oraz skutki emisji dla struktury akcjonariatu;
8. czy akcjonariusze mniejszościowi mieli zapewniony równy dostęp do informacji w porównaniu z ORLEN S.A., w szczególności w zakresie rzeczywistych przyczyn emisji, planowanego udziału ORLEN S.A. po emisji oraz potencjalnego wykorzystania emisji jako etapu poprzedzającego przymusowy wykup;
9. czy ORLEN S.A. i Energa S.A. nie działały w porozumieniu lub w sposób skoordynowany, prowadzący do obejścia ochronnej funkcji prawa poboru oraz do faktycznego uprzywilejowania akcjonariusza większościowego kosztem akcjonariuszy mniejszościowych;
10. czy utrzymywanie przez ORLEN S.A. zaproszenia do sprzedaży akcji Energa S.A. po cenie 18,86 zł nie prowadziło do zakotwiczenia lub usztywnienia kursu akcji Energa S.A., a w konsekwencji także do wpływu na sposób postrzegania przez rynek wartości praw poboru, przy uwzględnieniu, że jedno jednostkowe prawo poboru uprawniało do objęcia 0,6666666650566217 akcji serii CC;
11. czy obrót prawami poboru akcji serii CC, przy uwzględnieniu niskiej płynności, ograniczonego free floatu oraz dominującej pozycji ORLEN S.A., mógł stanowić wiarygodny mechanizm rynkowej wyceny tych praw;
12. czy akcjonariusze mniejszościowi, którzy nie byli w stanie wykonać prawa poboru, mieli realną możliwość uzyskania ekwiwalentnej rekompensaty ekonomicznej poprzez sprzedaż praw poboru;
13. czy skutkiem emisji oraz obrotu prawami poboru nie było faktyczne przeniesienie wartości ekonomicznej z akcjonariuszy mniejszościowych na rzecz ORLEN S.A., w szczególności poprzez objęcie przez ORLEN S.A. akcji nowej emisji po cenie zaniżonej względem wartości godziwej;
14. czy emisja akcji serii CC nie została zaprojektowana i przeprowadzona jako instrument umożliwiający ORLEN S.A. osiągnięcie progu co najmniej 95% głosów w Energa S.A., a następnie przeprowadzenie przymusowego wykupu akcjonariuszy mniejszościowych.

W kontekście powyższego, Fundacja wnosi o wezwanie Energa S.A. oraz ORLEN S.A. do przedstawienia wszelkich analiz, rekomendacji, korespondencji, uchwał, opinii doradców, materiałów wewnętrznych oraz innych dokumentów dotyczących potrzeby przeprowadzenia emisji, sposobu ustalenia ceny emisyjnej, przewidywanego poziomu udziału ORLEN S.A. po emisji, planów dotyczących przymusowego wykupu akcjonariuszy mniejszościowych, jak również strategii nabywania praw poboru przez ORLEN S.A. lub podmioty działające na jego rachunek albo w jego interesie.

Fundacja wnosi ponadto o rozważenie, w granicach kompetencji UKNF, podjęcia działań zapobiegających rejestracji, rozliczeniu lub utrwaleniu skutków czynności, które mogłyby prowadzić do trwałego naruszenia interesów akcjonariuszy mniejszościowych, do czasu wyjaśnienia sprawy przez właściwy organ nadzoru oraz sąd rozpoznający sprawę dotyczącą uchylenia uchwał Nadzwyczajnego

Walnego Zgromadzenia Energa S.A.

## **I. Tło sprawy**

W dniu 2 kwietnia 2026 r. Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie Energa S.A. podjęło uchwały dotyczące emisji akcji serii CC, w tym:

1. uchwałę nr 4 w sprawie podwyższenia kapitału zakładowego Energa S.A. w drodze emisji akcji serii CC w trybie subskrypcji zamkniętej, z zachowaniem prawa poboru dotychczasowych akcjonariuszy, ustalenia dnia prawa poboru oraz zmiany Statutu;
2. uchwałę nr 5 w sprawie przyjęcia tekstu jednolitego Statutu;
3. uchwałę nr 6 w sprawie rejestracji w KDPW akcji serii CC i praw poboru oraz ubiegania się o wprowadzenie tych instrumentów do obrotu na rynku regulowanym.

Wartość podwyższenia kapitału zakładowego wskazana w pozwie akcjonariuszy mniejszościowych wynosi 3.014.408.582,64 zł, natomiast łączna wartość wkładu w ramach emisji została określona na 5.106.827.727,00 zł. Cena emisyjna akcji serii CC została ustalona na 18,50 zł za akcję.

Już sama skala emisji jest nadzwyczajna. W praktyce prowadzi ona do konieczności zaangażowania przez dotychczasowych akcjonariuszy bardzo znacznych środków finansowych, jeżeli chcieliby utrzymać dotychczasowy udział w kapitale Energa S.A. Dla drobnych akcjonariuszy indywidualnych, zwłaszcza byłych pracowników, emerytów i osób posiadających akcje od lat, jest to bariera ekonomicznie nie do pokonania.

W ocenie Fundacji prawo poboru zostało zachowane wyłącznie formalnie. W realiach tej sprawy nie spełnia ono funkcji ochronnej ani rekompensacyjnej.

## **II. Rzeczywisty cel emisji — osiągnięcie przez ORLEN S.A. progu umożliwiającego przymusowy wykup**

Z okoliczności sprawy wynika, że emisja akcji serii CC nie służy przede wszystkim rzeczywistej potrzebie finansowej Energa S.A., lecz zwiększeniu udziału ORLEN S.A. w kapitale i głosach Energa S.A. do poziomu co najmniej 95%, a następnie umożliwieniu przymusowego wykupu pozostałych akcjonariuszy.

ORLEN S.A. od dłuższego czasu deklaruje zamiar uzyskania pełnej kontroli nad Energa S.A. Emisja akcji serii CC, przy jej skali, konstrukcji oraz cenie emisyjnej, stanowi w praktyce instrument pozwalający na osiągnięcie tego celu bez konieczności zaoferowania akcjonariuszom mniejszościowym ceny odpowiadającej wartości godziwej ich akcji.

Tym samym zachodzi uzasadnione podejrzenie, że emisja została zaprojektowana jako mechanizm pośredniego „wyciśnięcia” akcjonariuszy mniejszościowych, przy wykorzystaniu formalnie dopuszczalnej konstrukcji prawa poboru.

## **III. Iluzoryczny charakter prawa poboru**

Prawo poboru powinno chronić dotychczasowych akcjonariuszy przed rozwodnieniem. W niniejszej sprawie spełnia ono tę funkcję wyłącznie pozornie.

Po pierwsze, znaczna część akcjonariuszy mniejszościowych nie posiada środków niezbędnych do

objęcia akcji nowej emisji w proporcji pozwalającej utrzymać dotychczasowy udział. Skala emisji powoduje, że realnie uczestniczyć w niej może przede wszystkim ORLEN S.A. jako akcjonariusz większościowy.

Po drugie, prawo poboru nie spełnia funkcji rekompensacyjnej. Akcjonariusz, który nie jest w stanie objąć akcji nowej emisji, powinien móc sprzedać prawo poboru po cenie odzwierciedlającej jego wartość ekonomiczną. Tymczasem w realiach Energa S.A. obrót akcjami i prawami poboru jest ograniczony, *free float* jest niewielki, a zainteresowanie inwestorów zewnętrznych marginalne.

Po trzecie, potencjalnym nabywcą praw poboru był w praktyce przede wszystkim ORLEN S.A. Inwestorzy zewnętrzni nie mieli ekonomicznego powodu, aby nabywać prawa poboru w spółce o tak ograniczonej płynności, z dominującym akcjonariuszem dążącym do pełnej kontroli oraz z realnym ryzykiem późniejszego *squeeze-outu*.

Po czwarte, konstrukcja emisji oraz możliwość objęcia akcji z niewykonanych praw poboru powodują, że ORLEN S.A. mógł osiągnąć swój cel bez konieczności rzeczywistego nabywania praw poboru od wszystkich akcjonariuszy mniejszościowych po cenie ekonomicznie godziwej. Taka konstrukcja wzmacnia efekt rozwodnienia i przenosi wartość ekonomiczną na rzecz akcjonariusza większościowego.

W rezultacie prawo poboru nie chroni akcjonariuszy mniejszościowych, lecz służy legitymizowaniu operacji prowadzącej do ich rozwodnienia.

#### **IV. Konieczność weryfikacji rynkowego charakteru wyceny prawa poboru**

W ocenie Fundacji warunki obrotu prawami poboru akcji serii CC wymagają odrębnej i pogłębionej weryfikacji przez UKNF. Dotyczy to w szczególności ustalenia, czy cena praw poboru została ukształtowana w warunkach rzeczywiście efektywnego, płynnego i niezależnego rynku, czy też była pochodną szczególnych uwarunkowań strukturalnych związanych z akcjonariatem Energa S.A., dominującą pozycją ORLEN S.A. oraz ograniczoną płynnością akcji i praw poboru.

Ocena ta powinna uwzględniać relację pomiędzy ceną emisyjną akcji serii CC, ceną akcji Energa S.A. przyjmowaną przez rynek jako punkt odniesienia oraz konstrukcją prawa poboru. Zgodnie z przyjętym mechanizmem emisji jedno jednostkowe prawo poboru uprawniało do objęcia 0,6666666650566217 akcji serii CC. Oznacza to, że ekonomiczna wartość jednego prawa poboru nie może być oceniana w sposób uproszczony, wyłącznie przez porównanie ceny emisyjnej z ceną akcji Energa S.A. Konieczne jest zastosowanie właściwej metodologii uwzględniającej parytet emisji, teoretyczną cenę akcji po odłączeniu prawa poboru, wartość godziwą akcji oraz faktyczne warunki obrotu.

Fundacja podkreśla, że sam fakt zawierania transakcji prawami poboru w obrocie nie przesądza jeszcze o rynkowym charakterze ich ceny. W przypadku instrumentu o ograniczonej płynności, funkcjonującego w warunkach niewielkiego *free floatu* oraz dominującej pozycji jednego akcjonariusza, cena transakcyjna może nie stanowić miarodajnego odzwierciedlenia wartości ekonomicznej instrumentu. W szczególności wymaga ustalenia, czy po stronie popytowej istniała realna konkurencja inwestorów niezależnych, czy też naturalnym i zasadniczym nabywcą praw poboru pozostawał akcjonariusz większościowy zainteresowany zwiększeniem swojego udziału w Energa S.A.

Wymaga również zbadania, czy utrzymywanie przez ORLEN S.A. zaproszenia do sprzedaży akcji

Energa S.A. nie wpływało na sposób postrzegania przez rynek wartości akcji Energa S.A., a pośrednio także na sposób wyceny praw poboru. Jeżeli bowiem cena akcji przyjmowana jako punkt odniesienia nie odzwierciedlała wartości godziwej Energa S.A. albo była kształtowana w warunkach ograniczonej płynności i dominacji jednego akcjonariusza, to również cena praw poboru wyznaczana w oparciu o taki punkt odniesienia mogła nie odzwierciedlać ich rzeczywistej wartości ekonomicznej.

Z perspektywy akcjonariuszy mniejszościowych ma to zasadnicze znaczenie. Prawo poboru powinno pełnić nie tylko funkcję formalną, lecz także realną funkcję ochronną i rekompensacyjną. Akcjonariusz, który z przyczyn ekonomicznych lub organizacyjnych nie jest w stanie objąć akcji nowej emisji, powinien mieć możliwość sprzedaży prawa poboru po cenie odpowiadającej jego rzeczywistej wartości. Jeżeli jednak cena ta została ukształtowana w warunkach niepłynnego rynku, braku realnej konkurencji po stronie popytu oraz dominującej pozycji akcjonariusza większościowego, funkcja rekompensacyjna prawa poboru mogła mieć charakter iluzoryczny.

Fundacja wnosi zatem o zbadanie przez UKNF, czy obrót prawami poboru akcji serii CC odbywał się w warunkach zapewniających rzetelne i niezależne ukształtowanie ceny tych instrumentów. W szczególności Fundacja wnosi o ustalenie, czy cena praw poboru uwzględniała prawidłowy parytet emisji, rzeczywistą wartość ekonomiczną akcji Energa S.A., płynność rynku, strukturę akcjonariatu oraz wpływ pozycji ORLEN S.A. jako akcjonariusza dominującego na popyt, podaż i sposób kształtowania oczekiwań cenowych.

Fundacja wnosi również o zabezpieczenie oraz analizę danych transakcyjnych dotyczących obrotu prawami poboru akcji serii CC, w zakresie niezbędnym do ustalenia, czy obrót ten nie prowadził do ukształtowania ceny praw poboru w sposób nierynkowy, pozorny albo nieodzwierciedlający ich rzeczywistej wartości ekonomicznej. Analiza ta powinna objąć w szczególności strukturę popytu i podaży, koncentrację nabywców, wolumeny transakcji, ceny transakcyjne, płynność obrotu oraz ewentualny wpływ akcjonariusza dominującego lub podmiotów z nim powiązanych na przebieg tego obrotu.

W ocenie Fundacji wyjaśnienie powyższych okoliczności jest niezbędne dla oceny, czy akcjonariusze mniejszościowi mieli realną możliwość uzyskania ekwiwalentnej rekompensaty za niewykonanie prawa poboru, czy też obrót prawami poboru stanowił jedynie formalny element procesu emisji, który w praktyce nie zapewniał im rzeczywistej ochrony przed rozwodnieniem.

## **V. Zaniżenie ceny emisyjnej akcji serii CC**

Cena emisyjna akcji serii CC została ustalona na poziomie 18,50 zł za akcję. W ocenie Fundacji istnieją poważne podstawy do przyjęcia, że cena ta nie odzwierciedlała wartości godziwej akcji Energa S.A., a jej przyjęcie prowadziło do uprzywilejowania ekonomicznego ORLEN S.A. jako akcjonariusza większościowego, który — z uwagi na swoją pozycję kapitałową, korporacyjną i finansową — był w praktyce jedynym podmiotem zdolnym do objęcia zasadniczej części emisji akcji serii CC.

Fundacja wskazuje, że sposób ustalenia ceny emisyjnej wymaga szczególnej weryfikacji z perspektywy ochrony akcjonariuszy mniejszościowych oraz zasad uczciwego obrotu na rynku kapitałowym. W przypadku emisji o tak znacznej skali, przeprowadzanej w spółce publicznej z dominującym akcjonariuszem większościowym, cena emisyjna nie może być oceniana wyłącznie formalnie, tj. przez pryzmat jej zgodności z parametrami uchwały emisyjnej. Konieczna jest ocena jej rzeczywistego

ekonomicznego skutku, w szczególności tego, czy nie prowadziła ona do objęcia przez akcjonariusza dominującego nowych akcji po cenie istotnie niższej niż wartość godziwa, a tym samym do transferu wartości ekonomicznej z akcjonariuszy mniejszościowych na rzecz ORLEN S.A.

W ocenie Fundacji cena emisyjna na poziomie 18,50 zł pozostaje trudna do pogodzenia z dostępnymi informacjami dotyczącymi wartości Energa S.A. W szczególności wartość księgowa oraz ekonomiczna Spółki mogła znacząco przewyższać przyjętą cenę emisyjną. Istotne znaczenie ma przy tym okoliczność, że sam ORLEN S.A., rozliczając nabycie akcji Energa S.A. w 2020 r., ujawnił tzw. zysk z okazynego nabycia. Oznaczało to, że wartość godziwa nabytych aktywów Energa S.A. była wyższa niż cena zapłacona przez ORLEN S.A. za akcje tej spółki. Już ta okoliczność wskazuje, że historyczna cena nabycia akcji Energa S.A. przez ORLEN S.A. nie może być traktowana jako miarodajny punkt odniesienia dla ustalenia aktualnej wartości godziwej akcji.

Z danych przywołanych w pozwie akcjonariuszy mniejszościowych wynika, że już w 2020 r. wartość godziwa przypadająca na jedną akcję Energa S.A. mogła być szacowana na poziomie około 19,61 zł. Tymczasem cena emisyjna akcji serii CC została ustalona na poziomie 18,50 zł, a więc poniżej wartości, która – według tych danych – mogła odpowiadać wartości godziwej akcji już kilka lat wcześniej. Okoliczność ta wymaga wyjaśnienia, zwłaszcza że w kolejnych latach wartość Energa S.A. mogła ulec dalszemu zwiększeniu, w szczególności w następstwie zatrzymania istotnych zysków w Spółce, rozwoju aktywów, realizacji inwestycji oraz wzrostu znaczenia segmentów regulowanych i odnawialnych źródeł energii.

Dodatkowo, według danych przywołanych w pozwie, wartość aktywów netto Energa S.A. w ujęciu wynikającym z bilansu Grupy ORLEN mogła na koniec 2025 r. kształtować się na poziomie około 31,81 zł na akcję. Jeżeli wartość ta zostanie potwierdzona, różnica pomiędzy nią a ceną emisyjną 18,50 zł za akcję byłaby istotna i wymagałaby szczegółowego uzasadnienia ekonomicznego. W szczególności konieczne jest ustalenie, dlaczego cena emisyjna została określona na poziomie tak znacząco odbiegającym od wartości aktywów netto przypadających na jedną akcję oraz czy Zarząd Energa S.A. dysponował niezależną, aktualną i rzetelną wyceną uzasadniającą przyjęty poziom ceny.

Fundacja wskazuje również na potrzebę weryfikacji wartości aktywów związanych z odnawialnymi źródłami energii oraz aktywów regulowanych. Aktywa te mogą posiadać wartość ekonomiczną istotnie wyższą niż wynikająca z ich wartości księgowej, zwłaszcza przy uwzględnieniu długoterminowego charakteru działalności Energa S.A., znaczenia infrastruktury dystrybucyjnej oraz strategicznej roli aktywów energetycznych. Jeżeli wartość tych aktywów nie została należycie uwzględniona przy ustalaniu ceny emisyjnej, mogło to prowadzić do istotnego zaniżenia wartości nowych akcji obejmowanych przez akcjonariusza większościowego.

W tym kontekście szczególne znaczenie ma fakt, że emisja akcji serii CC została przeprowadzona w warunkach, w których ORLEN S.A. posiadał dominującą pozycję korporacyjną i był zasadniczo jedynym podmiotem zdolnym do objęcia znacznej części nowych akcji. Zaniżenie ceny emisyjnej w takiej sytuacji nie ma charakteru neutralnego. Prowadzi ono bowiem do tego, że akcjonariusz większościowy obejmuje nowe akcje po cenie potencjalnie niższej od wartości godziwej, podczas gdy akcjonariusze mniejszościowi, którzy z przyczyn ekonomicznych nie są w stanie uczestniczyć w emisji, ponoszą ciężar rozwodnienia swojego udziału w kapitale zakładowym i głosach.

W rezultacie przyjęcie ceny emisyjnej na poziomie 18,50 zł mogło prowadzić do ekonomicznego transferu wartości z akcjonariuszy mniejszościowych na rzecz ORLEN S.A. Mechanizm ten polegałby na objęciu przez akcjonariusza większościowego nowych akcji po cenie niższej niż ich rzeczywista wartość ekonomiczna, przy jednoczesnym ograniczeniu możliwości akcjonariuszy mniejszościowych do utrzymania swojego udziału w Spółce albo uzyskania ekwiwalentnej rekompensaty za niewykonanie prawa poboru.

Fundacja wnosi zatem o zbadanie przez UKNF, czy cena emisyjna akcji serii CC została ustalona w oparciu o rzetelne, aktualne i niezależne analizy ekonomiczne, czy odpowiadała wartości godziwej akcji Energa S.A. oraz czy jej przyjęcie nie prowadziło do pokrzywdzenia akcjonariuszy mniejszościowych. Fundacja wnosi również o wezwanie Energa S.A. oraz ORLEN S.A. do przedstawienia wszelkich dokumentów, analiz, wycen, opinii doradców, rekomendacji oraz materiałów wewnętrznych dotyczących sposobu ustalenia ceny emisyjnej, w tym dokumentów wskazujących, czy przy jej określaniu uwzględniono wartość aktywów netto, wartość godziwą akcji, wartość aktywów regulowanych, wartość aktywów OZE oraz wpływ emisji na sytuację ekonomiczną akcjonariuszy mniejszościowych.

## **VI. Brak wykazanej potrzeby dokapitalizowania Energa S.A. w takiej skali**

W ocenie Fundacji Energa S.A. nie wykazała w sposób dostateczny, konkretny i weryfikowalny, aby przeprowadzenie emisji akcji serii CC o wartości przekraczającej 5 mld zł było konieczne z perspektywy rzeczywistych potrzeb finansowych Spółki, jej planów inwestycyjnych oraz interesu Energa S.A. jako samodzielnej spółki publicznej. Przedstawione akcjonariuszom uzasadnienie emisji nie pozwala na przyjęcie, że tak daleko idące podwyższenie kapitału zakładowego było środkiem proporcjonalnym, niezbędnym i ekonomicznie uzasadnionym.

Z informacji przywołanych w pozwie akcjonariuszy mniejszościowych wynika, że w latach 2021–2025 Energa S.A. dysponowała istotnymi źródłami finansowania swojej działalności oraz planów inwestycyjnych. Wskazywano w szczególności na zatrzymane zyski, preferencyjne finansowanie uzyskane z Banku Gospodarstwa Krajowego w ramach Krajowego Planu Odbudowy i Zwiększania Odporności, jak również dostępne, niewykorzystane linie kredytowe. Według danych przywołanych w pozwie całkowite dokapitalizowanie Energa S.A. w latach 2021–2025 mogło wynosić około 10,2 mld zł, natomiast na koniec września 2025 r. Grupa Energa S.A. miała dysponować niewykorzystanymi liniami kredytowymi na poziomie około 14,8 mld zł.

Okoliczności te podważają tezę, że emisja akcji serii CC była konieczna w przyjętej skali. W szczególności wymagają one wyjaśnienia, dlaczego Spółka zdecydowała się na instrument prowadzący do istotnego rozwodnienia akcjonariuszy mniejszościowych, skoro — według dostępnych informacji — posiadała lub mogła posiadać dostęp do alternatywnych źródeł finansowania, w tym finansowania dłużnego, preferencyjnego oraz środków pochodzących z zatrzymanych zysków.

Fundacja wskazuje również, że z informacji przywołanych w pozwie wynika, iż kluczowe projekty inwestycyjne Energa S.A., w tym projekty dotyczące elektrowni gazowych CCGT, modernizacji sieci, aktywów odnawialnych źródeł energii oraz magazynów energii, miały posiadać zapewnione finansowanie albo możliwość finansowania z innych źródeł niż emisja akcji. Jeżeli tak było, to wymaga zbadania, czy emisja akcji serii CC rzeczywiście odpowiadała obiektywnej potrzebie kapitałowej

Spółki, czy też stanowiła przede wszystkim instrument zmiany struktury akcjonariatu.

W ocenie Fundacji, w sytuacji gdy emisja akcji prowadzi do istotnego rozwodnienia akcjonariuszy mniejszościowych oraz może umożliwić akcjonariuszowi większościowemu osiągnięcie progu uprawniającego do przymusowego wykupu, ciężar wykazania rzeczywistej i obiektywnej potrzeby dokapitalizowania powinien być szczególnie wysoki. Spółka powinna przedstawić akcjonariuszom nie tylko ogólne powołanie się na potrzeby inwestycyjne, lecz także szczegółową analizę zapotrzebowania kapitałowego, harmonogram wykorzystania środków, ocenę alternatywnych źródeł finansowania, uzasadnienie wyboru emisji akcji jako instrumentu finansowania oraz analizę wpływu emisji na akcjonariuszy mniejszościowych.

Brak takiej transparentnej i szczegółowej analizy prowadzi do wniosku, że emisja akcji serii CC nie została należycie uzasadniona jako konieczna z perspektywy interesu Energa S.A. Przeciwnie, w świetle całokształtu okoliczności sprawa emisja może być postrzegana jako działanie służące przede wszystkim interesowi ORLEN S.A., tj. zwiększeniu jego udziału w kapitale zakładowym i głosach Energa S.A. oraz stworzeniu warunków do przeprowadzenia przymusowego wykupu akcjonariuszy mniejszościowych.

Fundacja wnosi zatem o zbadanie przez UKNF, czy Energa S.A. posiadała rzeczywistą, uzasadnioną i należycie udokumentowaną potrzebę pozyskania kapitału w drodze emisji akcji serii CC w przyjętej skali, czy też możliwe było sfinansowanie deklarowanych potrzeb inwestycyjnych z wykorzystaniem mniej dolegliwych dla akcjonariuszy mniejszościowych instrumentów finansowania. Fundacja wnosi również o zobowiązanie Energa S.A. do przedstawienia pełnej dokumentacji dotyczącej uzasadnienia emisji, w tym analiz finansowych, modeli płynnościowych, planów inwestycyjnych, dokumentów dotyczących dostępnych linii kredytowych, finansowania preferencyjnego oraz ocen alternatywnych wariantów finansowania.

## **VII. Nierówność informacyjna i brak transparentności**

W ocenie Fundacji akcjonariusze mniejszościowi Energa S.A. nie otrzymali pełnych, rzetelnych, konkretnych i weryfikowalnych informacji, które pozwalałyby im na podjęcie świadomej decyzji co do udziału w Nadzwyczajnym Walnym Zgromadzeniu, sposobu głosowania nad uchwałami emisyjnymi, wykonania prawa poboru, sprzedaży praw poboru albo oceny ekonomicznych skutków emisji dla ich sytuacji majątkowej.

Zakres informacji przekazanych akcjonariuszom był niewystarczający w szczególności w odniesieniu do rzeczywistych przyczyn emisji, sposobu ustalenia ceny emisyjnej, wpływu emisji na strukturę akcjonariatu oraz konsekwencji emisji dla możliwości osiągnięcia przez ORLEN S.A. progu co najmniej 95% głosów w Energa S.A. i ewentualnego przeprowadzenia przymusowego wykupu. Akcjonariusze mniejszościowi nie otrzymali również niezależnej wyceny akcji Energa S.A. ani pełnej analizy alternatywnych źródeł finansowania, które mogłyby ograniczyć lub wyeliminować potrzebę emisji akcji prowadzącej do ich rozwodnienia.

Szczególnie istotne jest to, że akcjonariuszom mniejszościowym nie przedstawiono w sposób dostateczny szczegółowego uzasadnienia ceny emisyjnej akcji serii CC na poziomie 18,50 zł. Brak transparentnego wyjaśnienia metodologii ustalenia tej ceny, brak odniesienia do wartości godziwej akcji, wartości aktywów netto, wartości aktywów regulowanych oraz wartości aktywów OZE

uniemożliwił akcjonariuszom ocenę, czy cena emisyjna została ustalona na poziomie rynkowym, czy też na poziomie preferencyjnym dla akcjonariusza większościowego.

W ocenie Fundacji akcjonariuszom mniejszościowym nie przedstawiono również pełnej informacji o wpływie emisji na pozycję ORLEN S.A. w kapitale zakładowym i ogólnej liczbie głosów Energa S.A. W szczególności nie wyjaśniono w sposób wystarczający, czy emisja może doprowadzić do osiągnięcia przez ORLEN S.A. progu umożliwiającego przymusowy wykup akcjonariuszy mniejszościowych oraz czy ORLEN S.A. zamierza skorzystać z takiej możliwości po zakończeniu emisji. Brak jednoznacznej deklaracji ORLEN S.A. w tym zakresie miał istotne znaczenie dla oceny ryzyka inwestycyjnego przez akcjonariuszy mniejszościowych.

Fundacja podkreśla, że powyższe braki informacyjne powinny być oceniane z uwzględnieniem specyfiki akcjonariatu Energa S.A. Akcjonariat mniejszościowy Spółki jest rozproszony i obejmuje liczne osoby fizyczne, w tym byłych pracowników, emerytów oraz inwestorów indywidualnych, którzy nie dysponują profesjonalnym zapleczem analitycznym, organizacyjnym ani doradczym. W przypadku takiego akcjonariatu obowiązek transparentnej, zrozumiałej i kompletnej komunikacji ze strony spółki publicznej nabiera szczególnego znaczenia.

W tym kontekście Energa S.A. powinna dochować podwyższonego standardu informacyjnego, obejmującego nie tylko formalne przekazanie projektów uchwał i podstawowych parametrów emisji, lecz także rzeczywiste wyjaśnienie ekonomicznych skutków planowanej operacji. Dotyczy to w szczególności skutków dla poziomu rozwodnienia akcjonariuszy mniejszościowych, wartości praw poboru, możliwości ich sprzedaży, ryzyka utraty wpływu na Spółkę oraz ryzyka późniejszego przymusowego wykupu.

Brak pełnej i transparentnej informacji mógł prowadzić do faktycznej nierówności informacyjnej pomiędzy ORLEN S.A. a akcjonariuszami mniejszościowymi. ORLEN S.A., jako akcjonariusz dominujący oraz podmiot inicjujący lub co najmniej bezpośrednio zainteresowany emisją, mógł dysponować znacznie szerszą wiedzą co do rzeczywistych celów emisji, spodziewanego poziomu swojego udziału po emisji, planowanego sposobu wykorzystania niewykonanych praw poboru oraz dalszych działań zmierzających do uzyskania pełnej kontroli nad Energa S.A. Akcjonariusze mniejszościowi nie mieli natomiast porównywalnego dostępu do informacji pozwalających na ocenę skutków ekonomicznych i korporacyjnych emisji.

Fundacja wskazuje, że problem ten był znany albo co najmniej powinien być znany Energa S.A. Spółka miała świadomość, że jej akcjonariat mniejszościowy obejmuje szeroką grupę osób fizycznych, w tym byłych pracowników i emerytów, którzy nie muszą na bieżąco monitorować raportów bieżących, komunikatów giełdowych ani specjalistycznych informacji dotyczących mechaniki prawa poboru. Tym bardziej Energa S.A., jako spółka publiczna, powinna była zapewnić tej grupie akcjonariuszy podwyższony standard komunikacji, dostosowany do rzeczywistego profilu akcjonariatu.

Fundacja sygnalizowała Energa S.A. potrzebę zapewnienia akcjonariuszom mniejszościowym realnej możliwości uczestnictwa w procesie decyzyjnym oraz uzyskania zrozumiałej informacji o planowanych działaniach korporacyjnych. Mimo tego Energa S.A. nie podjęła adekwatnych działań informacyjnych skierowanych do tej grupy akcjonariuszy. W szczególności Spółka nie zapewniła efektywnego, indywidualnego lub co najmniej praktycznie użytecznego informowania akcjonariuszy

mniejszościowych o zasadach emisji, sposobie wykonania prawa poboru, konsekwencjach jego niewykonania, możliwości sprzedaży praw poboru oraz ryzyku rozwodnienia.

Brak reakcji Energa S.A. na sygnały Fundacji powinien zostać oceniony szczególnie krytycznie. Nie chodzi bowiem wyłącznie o formalne wykonanie obowiązków informacyjnych wobec rynku, lecz o zapewnienie akcjonariuszom realnej możliwości ochrony ich praw majątkowych. W sytuacji, w której Spółka wiedziała, że znaczna część akcjonariuszy mniejszościowych to osoby nieprofesjonalne, często starsze, posiadające akcje od wielu lat, brak aktywnej komunikacji i praktycznego wsparcia przy wykonywaniu prawa poboru prowadził do faktycznego pogłębienia nierówności informacyjnej pomiędzy akcjonariuszem dominującym a akcjonariuszami mniejszościowymi.

W konsekwencji zachowanie Energa S.A. mogło doprowadzić do sytuacji, w której część akcjonariuszy mniejszościowych nie tylko nie wykonała prawa poboru z uwagi na brak środków finansowych, lecz także nie miała rzeczywistej wiedzy o sposobie wykonania tego prawa, terminach, skutkach bezczynności albo możliwości sprzedaży praw poboru. Taki stan rzeczy dodatkowo wzmacnia wnioski, że prawo poboru miało w niniejszej sprawie charakter w znacznej mierze iluzoryczny, a jego funkcja ochronna i rekompensacyjna nie została realnie zapewniona.

Fundacja wnosi zatem o zbadanie przez UKNF, czy Energa S.A. prawidłowo wykonywała obowiązki informacyjne wobec akcjonariuszy i rynku, w szczególności czy przekazane informacje były kompletne, rzetelne, konkretne i wystarczające do oceny skutków emisji. Fundacja wnosi również o ustalenie, czy nie doszło do nierównego dostępu do informacji pomiędzy ORLEN S.A. a akcjonariuszami mniejszościowymi, a także o wezwanie Energa S.A. i ORLEN S.A. do przedstawienia dokumentów dotyczących przygotowania emisji, ustalenia ceny emisyjnej, oceny alternatywnych źródeł finansowania oraz planowanych skutków emisji dla struktury akcjonariatu.

### **VIII. Ryzyko trwałego pokrzywdzenia akcjonariuszy mniejszościowych**

Skutki emisji akcji serii CC mogą mieć charakter trwały, nieodwracalny albo co najmniej bardzo trudny do odwrócenia. W przypadku objęcia znacznej części akcji nowej emisji przez ORLEN S.A. oraz osiągnięcia przez tego akcjonariusza progu co najmniej 95% głosów w Energa S.A., akcjonariusze mniejszościowi mogą zostać pozbawieni dalszego uczestnictwa w Spółce w drodze przymusowego wykupu. Tym samym emisja akcji serii CC może stanowić nie tylko operację finansowania Spółki, lecz także etap procesu prowadzącego do definitywnego wyeliminowania akcjonariuszy mniejszościowych ze struktury akcjonariatu Energa S.A.

W ocenie Fundacji ryzyko pokrzywdzenia akcjonariuszy mniejszościowych wynika z kumulacji kilku mechanizmów ekonomicznych i korporacyjnych. Po pierwsze, akcjonariusze mniejszościowi, którzy z przyczyn finansowych nie byli w stanie objąć akcji nowej emisji, podlegali rozwodnieniu. Po drugie, sprzedaż praw poboru mogła nie zapewniać im adekwatnej rekompensaty ekonomicznej, jeżeli cena tych praw została ukształtowana w warunkach ograniczonej płynności, niskiego free floatu i dominującej pozycji ORLEN S.A. Po trzecie, ORLEN S.A. mógł obejmować nowe akcje po cenie istotnie niższej niż wartość godziwa akcji Energa S.A. Po czwarte, emisja mogła umożliwić ORLEN S.A. osiągnięcie progu pozwalającego na przymusowy wykup. Po piąte, akcjonariusze mniejszościowi mogli zostać wyeliminowani ze Spółki bez uzyskania ceny odpowiadającej rzeczywistej wartości ekonomicznej Energa S.A.

Tak ukształtowany mechanizm może prowadzić do istotnego transferu wartości ekonomicznej od akcjonariuszy mniejszościowych na rzecz akcjonariusza większościowego. Transfer ten nie musi przy tym przybierać postaci bezpośredniej wypłaty czy jawnego świadczenia. Może polegać na objęciu przez ORLEN S.A. nowych akcji po cenie potencjalnie zaniżonej względem wartości godziwej, przy jednoczesnym rozwodnieniu akcjonariuszy mniejszościowych i ograniczeniu wartości rekompensaty możliwej do uzyskania z tytułu sprzedaży praw poboru.

Fundacja podkreśla, że formalne zachowanie prawa poboru nie eliminuje ryzyka pokrzywdzenia akcjonariuszy mniejszościowych, jeżeli w konkretnych okolicznościach sprawa prawa to ma charakter wyłącznie iluzoryczny. W szczególności nie można uznać, że interes akcjonariuszy mniejszościowych został należycie zabezpieczony, jeżeli realne wykonanie prawa poboru było dla znacznej części z nich ekonomicznie niemożliwe, a sprzedaż praw poboru nie zapewniała ekwiwalentnej rekompensaty za utratę udziału w Spółce.

Z perspektywy nadzoru nad rynkiem kapitałowym szczególnego znaczenia nabiera fakt, że potencjalne skutki emisji mogą zostać utrwalone jeszcze przed pełnym wyjaśnieniem sprawy przez organ nadzoru oraz sąd rozpoznający powództwo dotyczące uchylenia uchwał Nadzwyczajnego Walnego Zgromadzenia Energa S.A. Po dokonaniu rejestracji podwyższenia kapitału, rozliczeniu emisji, objęciu akcji przez ORLEN S.A. oraz ewentualnym przeprowadzeniu przymusowego wykupu, przywrócenie stanu poprzedniego może okazać się nadmiernie utrudnione albo praktycznie niemożliwe.

W ocenie Fundacji opisane okoliczności wymagają oceny nie tylko przez pryzmat formalnej zgodności poszczególnych czynności z przepisami prawa spółek, lecz także przez pryzmat ich rzeczywistego skutku ekonomicznego, zasad uczciwego obrotu, transparentności rynku kapitałowego, równego traktowania akcjonariuszy oraz ochrony zaufania inwestorów do rynku publicznego. Operacja, która formalnie posługuje się dopuszczalnymi instrumentami prawa spółek, może bowiem w konkretnych okolicznościach prowadzić do skutku sprzecznego z funkcją tych instrumentów, jeżeli jej rzeczywistym efektem jest ekonomiczne wyeliminowanie akcjonariuszy mniejszościowych oraz przejęcie wartości przez akcjonariusza dominującego.

Fundacja wnosi zatem o potraktowanie sprawy jako wymagającej pilnej interwencji nadzorczej. W szczególności Fundacja wnosi o rozważenie, w granicach kompetencji UKNF, podjęcia działań zmierzających do zapobieżenia utrwaleniu skutków emisji oraz dalszych czynności prowadzących do przymusowego wykupu akcjonariuszy mniejszościowych do czasu wyjaśnienia, czy emisja akcji serii CC, sposób ustalenia ceny emisyjnej, obrót prawami poboru oraz działania ORLEN S.A. były zgodne z zasadami uczciwego i przejrzystego rynku kapitałowego.

\*\*\*

W ocenie Fundacji niniejsza sprawa wykracza poza indywidualny interes akcjonariuszy mniejszościowych Energa S.A. i ma istotne znaczenie systemowe dla prawidłowego funkcjonowania rynku kapitałowego w Polsce. Dotyczy bowiem granic dopuszczalnego działania akcjonariusza dominującego w spółce publicznej, rzeczywistej ochrony akcjonariuszy mniejszościowych, standardu transparentności procesów emisyjnych, efektywności prawa poboru oraz integralności obrotu instrumentami finansowymi.

Fundacja podkreśla, że formalne zachowanie określonej instytucji prawa spółek, w tym przypadku

prawa poboru, nie może być oceniane w oderwaniu od rzeczywistych skutków ekonomicznych i korporacyjnych danej operacji. Prawo poboru ma co do zasady chronić dotychczasowych akcjonariuszy przed rozwodnieniem ich udziału w kapitale zakładowym. Nie powinno natomiast służyć jako instrument legitymizujący działania prowadzące do ekonomicznego wyeliminowania akcjonariuszy mniejszościowych ze spółki, zwłaszcza jeżeli w konkretnych okolicznościach jego wykonanie jest dla znacznej części akcjonariuszy faktycznie niemożliwe, a sprzedaż praw poboru nie zapewnia ekwiwalentnej rekompensaty.

W realiach niniejszej sprawy szczególne wątpliwości budzi kumulacja kilku okoliczności: skala emisji akcji serii CC, przyjęty poziom ceny emisyjnej, dominująca pozycja ORLEN S.A., ograniczona płynność akcji Energa S.A. i praw poboru, niska efektywność mechanizmu rynkowej wyceny tych praw, a także ryzyko osiągnięcia przez ORLEN S.A. progu umożliwiającego przymusowy wykup akcjonariuszy mniejszościowych. Łączny efekt tych działań może prowadzić do trwałego przeniesienia wartości ekonomicznej z akcjonariuszy mniejszościowych na rzecz akcjonariusza większościowego.

Fundacja wskazuje również, że cena praw poboru nie może być automatycznie uznana za cenę rynkową jedynie dlatego, że została ujawniona w transakcjach zawieranych w obrocie. Jeżeli rynek praw poboru był w praktyce nie płynny, obciążony niskim *free floatem*, zdominowany przez jednego naturalnego nabywcę oraz funkcjonował w warunkach realnego ryzyka późniejszego *squeeze-outu*, to wymaga zbadania, czy cena tych instrumentów rzeczywiście odzwierciedlała ich wartość ekonomiczną, czy też była wynikiem strukturalnej nierównowagi pomiędzy akcjonariuszem dominującym a akcjonariuszami mniejszościowymi.

W ocenie Fundacji zaakceptowanie takiego mechanizmu bez pogłębionej reakcji nadzorczej mogłoby stworzyć niebezpieczny precedens dla rynku kapitałowego. Oznaczałoby bowiem przyzwolenie na wykorzystywanie formalnie dopuszczalnych instrumentów prawa spółek w sposób prowadzący do obejścia ich funkcji ochronnej oraz do faktycznego pozbawienia akcjonariuszy mniejszościowych realnej ochrony ekonomicznej.

Z tych względów Fundacja wnosi o potraktowanie niniejszego zawiadomienia jako sprawy wymagającej pilnego i kompleksowego zbadania przez UKNF. Fundacja wnosi w szczególności o podjęcie czynności nadzorczych i wyjaśniających zmierzających do ustalenia, czy proces emisji akcji serii CC, sposób ustalenia ceny emisyjnej, obrót prawami poboru oraz działania ORLEN S.A. były zgodne z zasadami uczciwego obrotu, transparentności rynku kapitałowego, równego traktowania akcjonariuszy oraz ochrony interesów akcjonariuszy mniejszościowych.

Fundacja wnosi również o poinformowanie jej o sposobie rozpoznania niniejszego zawiadomienia oraz o podjętych czynnościach, w zakresie dopuszczalnym przepisami prawa.

---

**Jan Trzcíński – Prezes Zarządu Fundacji**