SCHLUSSANTRÄGE DER GENERALANWÄLTIN VERICA TRSTENJAK

vom 4. September 2008 [1]

I — Einführung

1. Der vorliegenden Rechtssache liegt eine Vertragsverletzungsklage der Kommission gemäß Art. 226 EG zugrunde, mit der diese vom Gerichtshof der Europäischen Gemeinschaften die Feststellung begehrt, dass das Königreich Spanien dadurch gegen seine Verpflichtungen aus Art. 29 und Art. 42 der Richtlinie 77/91/EWG des Rates vom 13. Dezember 1976 [2] (im Folgenden: Richtlinie 77/91) verstoßen hat, dass es die genannten Richtlinienbestimmungen nicht ordnungsgemäß in seine nationale Rechtsordnung umgesetzt hat.

2. Die Klage hat unterschiedliche Aspekte des Vorzugsbezugsrechts von Aktionären im Zusammenhang mit Barkapitalerhöhungen von Gesellschaften zum Gegenstand, allen voran die rechtlichen Bedingungen für einen Bezugsrechtsausschluss, die Vereinbarkeit mit dem Gemeinschaftsrecht einer nationalen Regelung, die auch Inhabern von Wandelschuldverschreibungen [3] ein solches Recht einräumt, sowie die gemeinschaftsrechtlich festgelegten Bedingungen, die es bei der Festsetzung des Ausgabepreises der neuen Aktien zu beachten gilt.

II — Normativer Rahmen

A — *Gemeinschaftsrecht*

3. Rechtsgrundlage der Richtlinie 77/91 ist Art. 44 Abs. 2 Buchst. g EG, wonach der Rat und die Kommission die Schutzbestimmun-

1 — Originalsprache: Deutsch.

2 — Zweite Richtlinie 77/91/EWG des Rates vom 13. Dezember 1976 zur Koordinierung der Schutzbestimmungen, die in den Mitgliedstaaten den Gesellschaften im Sinne des Artikels 58 Absatz 2 des Vertrages im Interesse der Gesellschafter sowie Dritter für die Gründung der Aktiengesellschaft sowie für die Erhaltung und Änderung ihres Kapitals vorgeschrieben sind, um diese Bestimmungen gleichwertig zu gestalten (ABl. 1977, L 26, S. 1).

3 — Wandelschuldverschreibungen sind Schuldverschreibungen, bei denen dem Gläubiger neben dem Rückzahlungsanspruch als besonderes Genussrecht die Befugnis eingeräumt wird, die Schuldverschreibung in Aktien umzutauschen oder neue Aktien zu beziehen (vgl. Nagele, *Kommentar zum Aktiengesetz* [hrsg. von Peter Jabornegg/Rudolf Strasser], 4. Auflage, Wien 2002, III. Teil [§§ 145-273 AktG], Randnr. 5, S. 5; Peifer, K.-N., *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, 2. Auflage, 2005, § 186 AktG, Randnr. 33; Hüffer, U., *Aktiengesetz*, 8. Auflage, Band 53, § 160 AktG, Randnr. 12; Holland, B., „Die Bedienung von Wandelanleihen aus genehmigtem Kapital", *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht*, 2006, Heft 23, S. 892; Kocbek, M., *Veliki komentar Zakona o gospodarskih družbah / ZGD-1* [hrsg. von Marijan Kocbek], 2. Band, Ljubljana 2007, Art. 371, S. 664 f). In finanzieller Hinsicht handelt es sich bei Wandelschuldverschreibungen um hybride Wertpapiere, da sie zunächst in ihrer Eigenschaft als Obligationen einen festen Ertrag und im Fall ihrer Umwandlung einen variablen Ertrag gewähren (vgl. Tapia Hermida, A. J., „Obligaciones convertibles", *Diccionario de Derecho de Sociedades* [hrsg. von Carmen Alonso Ledesma], Madrid 2006, S. 820 ff.).

gen koordinieren, die in den Mitgliedstaaten den Gesellschaften im Interesse der Gesellschafter sowie Dritter vorgeschrieben sind, um diese Bestimmungen gleichwertig zu gestalten.

4. Die zweite und die fünfte Begründungserwägung der Richtlinie 77/91 lauten wie folgt:

„Die Koordinierung der einzelstaatlichen Vorschriften über die Gründung der Aktiengesellschaft sowie die Aufrechterhaltung, die Erhöhung und die Herabsetzung ihres Kapitals ist vor allem bedeutsam, um beim Schutz der Aktionäre einerseits und der Gläubiger der Gesellschaft andererseits ein Mindestmaß an Gleichwertigkeit sicherzustellen.

…

Im Hinblick auf die in Artikel [44 Absatz 2 Buchstabe g EG] verfolgten Ziele ist es erforderlich, dass die Rechtsvorschriften der Mitgliedstaaten bei Kapitalerhöhungen und Kapitalherabsetzungen die Beachtung der Grundsätze über die Gleichbehandlung der Aktionäre, die sich in denselben Verhältnissen befinden, und den Schutz der Gläubiger von Forderungen, die bereits vor der Entscheidung über die Herabsetzung bestanden, sicherstellen und für die harmonisierte Durchführung dieser Grundsätze Sorge tragen."

5. Art. 29 der Richtlinie 77/91 bestimmt Folgendes:

„(1) Bei jeder Erhöhung des gezeichneten Kapitals durch Bareinlagen müssen die Aktien vorzugsweise den Aktionären im Verhältnis zu dem durch ihre Aktien vertretenen Teil des Kapitals angeboten werden.

…

(4) Dieses Bezugsrecht darf durch die Satzung oder den Errichtungsakt weder beschränkt noch ausgeschlossen werden. Dies kann jedoch durch Beschluss der Hauptversammlung geschehen. Das Verwaltungs- oder Leitungsorgan hat der Hauptversammlung einen schriftlichen Bericht über die Gründe für eine Beschränkung oder einen Ausschluss des Bezugsrechts zu erstatten und den vorgeschlagenen Ausgabekurs zu begründen. Die Hauptversammlung entscheidet nach den Vorschriften, die in Artikel 40 über Beschlussfähigkeit und Mehrheitserfordernisse festgelegt sind. …

…

(6) Die Absätze 1 bis 5 gelten für die Ausgabe aller Wertpapiere, die in Aktien umgewandelt werden können oder mit einem Bezugsrecht

auf Aktien verbunden sind, nicht aber für die Umwandlung dieser Wertpapiere und die Ausübung des Bezugsrechts."

6. Art. 42 der Richtlinie 77/91 schreibt Folgendes vor:

„Für die Anwendung dieser Richtlinie müssen die Rechtsvorschriften der Mitgliedstaaten die Gleichbehandlung der Aktionäre sicherstellen, die sich in denselben Verhältnissen befinden."

B — *Nationales Recht*

7. Die Richtlinie 77/91 wird durch die Art. 158, 159 und 293 des Real Decreto Legislativo 1564/1989 vom 22. Dezember 1989, welches die Ley de Sociedades Anónimas (Aktiengesetz, im Folgenden: LSA) neufasst, in spanisches Recht umgesetzt.

8. Art. 158 Abs. 1 LSA erkennt das Vorzugsbezugsrecht im Zusammenhang mit der Kapitalerhöhung von Aktiengesellschaften mittels Ausgabe neuer Aktien an:

„Bei den Kapitalerhöhungen mittels Ausgabe neuer gewöhnlicher oder Vorzugsaktien können die Aktionäre und Inhaber von Wandelschuldverschreibungen innerhalb der Frist, die ihnen dafür von der Verwaltung der Gesellschaft gewährt wird, und die im Falle von börsennotierten Gesellschaften nicht kürzer als fünfzehn Tage und in allen übrigen Fällen nicht kürzer als ein Monat seit der Veröffentlichung der Bekanntgabe des Zeichnungsangebots für die Neuemission im *Boletín Oficial del Registro Mercantil* [Handelsregisteramtanzeiger] sein darf, ihr Recht auf Zeichnung eines proportionalen Anteils zum Nennwert der Aktien, die sie bereits besitzen, oder derer, die dem Wert ihrer Wandelschuldverschreibungen entsprechen, ausüben bzw. in diesem Moment ihr Recht auf Umwandlung [der Wandelschuldverschreibungen] ausüben."

9. Art. 159 LSA regelt den in Art. 158 LSA vorgesehenen Ausschluss des Vorzugsbezugsrechts:

„1. Falls das Interesse der Gesellschaft dies erfordert kann die Hauptversammlung bei der Entscheidung über die Kapitalerhöhung die völlige oder teilweise Aufhebung des Bezugsrechts beschließen. Zur Wirksamkeit dieses Beschlusses, der die Vorschriften des Artikels 144 zu beachten hat, ist Folgendes unabdingbar erforderlich:

a) In der Einberufung der Versammlung ist der Vorschlag auf Aufhebung des Be-

zugsrechts und die Art der Aktienneuemission zu nennen.

b) Im Zeitpunkt der Einberufung der Versammlung sind den Aktionären gemäß Artikel 144 Absatz 1 Buchstabe c eine von den Verwaltern erarbeitete Stellungnahme, in der sie im Einzelnen den Vorschlag und die Art der Neuemission mit Nennung der Personen, denen sie übertragen werden sollen, rechtfertigen, sowie ein unter der Verantwortung eines vom Buchprüfer der Gesellschaft verschiedenen Buchprüfers, der zu diesem Zweck vom Handelsregisteramt ernannt wird, ausgestellter Bericht über den angemessenen Wert der Aktien der Gesellschaft, über den theoretischen Wert der Bezugsrechte, deren Ausschluss vorgeschlagen wird, und über die Genauigkeit der Angaben in der Stellungnahme der Verwalter zur Verfügung zu stellen.

c) Der Nennwert der auszugebenden Aktien, gegebenenfalls zuzüglich des Ausgabeaufschlags, hat dem angemessenen Wert zu entsprechen, der sich aus dem Bericht der Buchprüfer ergibt. Im Fall einer börsennotierten Gesellschaft ist als angemessener Wert der Aktien der Gesellschaft der auf der Grundlage der Börsennotierung festzulegende Marktwert zu verstehen, wobei von diesem auszugehen ist, es sei denn, es wird das Gegenteil bewiesen.

Davon abweichend kann die Aktionärsversammlung im Fall von börsennotierten Gesellschaften, sobald diese über die Stellungnahme der Verwalter und den gemäß Absatz b erforderlichen Bericht des Buchprüfers verfügt, die den Nettovermögenswert der Aktien benennen müssen, die Ausgabe neuer Aktien zu jedem Preis beschließen, jedoch nur, wenn dieser Preis höher ist als der ihnen entsprechende und sich aus dem Bericht des Buchprüfers ergebende Nettovermögenswert, wobei die Aktionärsversammlung sich auf das Verfahren zu seiner Bestimmung beschränken kann.

…“

10. Art. 293 LSA regelt das Recht auf bevorzugte Zeichnung von Wandelschuldverschreibungen:

„1. Die Aktionäre der Gesellschaft haben das Recht auf bevorzugte Zeichnung der Wandelschuldverschreibungen.

2. Das gleiche Recht steht den Inhabern von Wandelschuldverschreibungen früherer Emissionen in dem in den Umwandlungsregeln vorgesehenen Verhältnis zu.

3. Auf das Recht zur bevorzugten Zeichnung der Wandelschuldverschreibungen sind die Bestimmungen des Artikels 158 dieses Gesetzes anwendbar.“

III — Vorgerichtliches Verfahren

11. Mit Mahnschreiben vom 15. Januar 2004 machte die Kommission die spanische Regierung auf einige Ungereimtheiten bei der Umsetzung der Richtlinie 77/91 durch die LSA aufmerksam.

12. In ihrem Antwortschreiben vom 10. März 2004 bestritt die spanische Regierung jeden Widerspruch des fraglichen Gesetzes mit der Richtlinie 77/91.

13. Die Kommission sah diese Antwort nicht als zufriedenstellend an und beschloss daher, der spanischen Regierung eine mit Gründen versehene Stellungnahme mit Datum vom 5. Januar 2005 zu übersenden. Darin setzte sie der spanischen Regierung eine zweimonatige Frist, um die notwendigen Änderungen an der nationalen Regelung vorzunehmen.

14. Daraufhin übermittelte die spanische Regierung ein von ihrem Ministerium für Wirtschaft und Finanzen verfasstes Schreiben mit Datum vom 4. März 2005 an die Adresse der Kommission, in dem sie die Forderungen der Kommission zurückwies.

15. Durch die Ausführungen der spanischen Regierung nicht zufriedengestellt, beschloss die Kommission, Klage beim Gerichtshof zu erheben.

IV — Verfahren vor dem Gerichtshof und Anträge der Parteien

16. Die Kommission beantragt in ihrer Klageschrift, die am 4. August 2006 bei der Kanzlei des Gerichtshofs eingegangen ist,

— festzustellen, dass das Königreich Spanien dadurch, dass es die Richtlinie 77/91/EWG des Rates vom 13. Dezember 1976 zur Koordinierung der Schutzbestimmungen, die in den Mitgliedstaaten den Gesellschaften im Sinne des Art. 58 Abs. 2 des Vertrages im Interesse der Gesellschafter sowie Dritter für die Gründung der Aktiengesellschaft sowie für die Erhaltung und Änderung ihres Kapitals vorgeschrieben sind, um diese Bestimmungen gleichwertig zu gestalten, nicht korrekt umgesetzt hat, gegen seine Verpflichtungen aus dieser Richtlinie verstoßen hat, insbesondere gegen diejenigen aus

a) deren Art. 42 in Verbindung mit Art. 29 Abs. 1 und 4, indem es gestattet hat, dass die Hauptversammlung die Ausgabe neuer Aktien unter Ausschluss des Vorzugsbezugsrechts zu einem unter ihrem angemessenen Wert liegenden Preis beschließt;

b) deren Art. 29 Abs. 1, indem es nicht nur den Aktionären, sondern auch den Inhabern von Wandelschuldverschreibungen das Vorzugsbezugsrecht für Aktien im Fall einer Erhöhung des gezeichneten Kapitals durch Geldeinlagen einräumt;

c) deren Art. 29 Abs. 6 in Verbindung mit Art. 29 Abs. 1, indem es nicht nur den Aktionären, sondern auch den Inhabern von sich auf frühere Emissionen beziehenden Wandelschuldverschreibungen das Vorzugsbezugsrecht für Wandelschuldverschreibungen einräumt;

d) deren Art. 29 Abs. 6 in Verbindung mit Art. 29 Abs. 4, indem es nicht vorsieht, dass die Hauptversammlung den Ausschluss vom Recht auf vorzugsweisen Bezug von Wandelschuldverschreibungen beschließen kann;

— dem Königreich Spanien die Kosten des Verfahrens aufzuerlegen.

17. Das Königreich Spanien beantragt,

— die Klage abzuweisen;

— der Kommission die Kosten des Verfahrens aufzuerlegen.

18. Die Kommission hat ihre Erwiderung am 4. Dezember 2006 eingereicht. Die Gegenerwiderung der spanischen Regierung ist, nachdem ihr eine Fristverlängerung gewährt worden war, am 6. Februar 2007 beim Gerichtshof eingegangen.

19. Mit Beschluss des Präsidenten des Gerichtshofs vom 18. Januar 2007 sind das Vereinigte Königreich, die Republik Polen und die Republik Finnland als Streithelfer im Sinne von Art. 93 § 1 der Verfahrensordnung zur Unterstützung der Anträge des Königreichs Spanien zugelassen worden. Sie haben schriftliche Erklärungen eingereicht.

20. Da keiner der Beteiligten die Eröffnung des mündlichen Verfahrens beantragt hat, konnten nach der Generalversammlung des Gerichtshofs am 29. April 2008 die Schlussanträge in dieser Rechtssache ausgearbeitet werden.

V — Klagegründe und wesentliche Argumente der Parteien

21. Die Kommission bringt insgesamt vier Klagegründe gegen das Königreich Spanien vor.

A — *Zum ersten Klagegrund*

22. Mit ihrem ersten Klagegrund rügt die *Kommission* einen Verstoß gegen das in Art. 42 der Richtlinie 77/91 vorgeschriebene Gebot der Gleichbehandlung der Aktionäre, da Art. 159 Abs. 1 Buchst. c LSA im Fall einer Kapitalerhöhung unter Ausschluss des Bezugsrechts die Festsetzung eines Ausgabepreises für neue Aktien zulasse, der erheblich unter deren Marktwert liegen könne.

23. Im Einzelnen weist die Kommission darauf hin, dass nach Art. 159 Abs. 1 Buchst. c LSA die Aktionärsversammlung einer börsennotierten Gesellschaft die Ausgabe zu jedem beliebigen Preis beschließen könne, jedoch nur, wenn dieser Preis höher sei als der entsprechende Nettovermögenswert. Indes könne der Nettovermögenswert, so die Kommission, 20 % oder sogar 80 % unter dem Marktwert liegen. Hierzu verweist die Kommission auf andere mitgliedstaatliche Regelungen, die eine Festsetzung des Ausgabepreises neuer Aktien bis höchstens 5 % bis 10 % unterhalb des Marktpreises zuließen.

24. Die Kommission schließt daraus, dass Art. 159 Abs. 1 Buchst. c LSA gegen Art. 42 der Richtlinie 77/91 verstoße, weil er im Bereich der börsennotierten Gesellschaften eine offenkundige Diskriminierung erlaube zwischen jenen Aktionären, die ihre Aktien zum Marktwert kauften, und jenen neuen Aktionären, denen die Gesellschaft den Erwerb von Aktien zu einem auch weit unter dem Marktwert liegenden (und daher „unangemessenen“) Preis erlaube.

25. Das *Königreich Spanien* macht zunächst geltend, die LSA lege Bedingungen für den Ausschluss des Bezugsrechts fest, die eigentlich strenger als die der Richtlinie 77/91 seien. Zum einen sehe die LSA, worauf ebenfalls die *Republik Polen*, das *Vereinigte Königreich* und die *Republik Finnland* hinweisen, eine Min-

destgrenze für den Ausgabepreis vor, die jedenfalls nicht den den Aktien entsprechenden Nettovermögenswert unterschreiten dürfe. Zum anderen sehe die LSA vor, dass der Stellungnahme der Gesellschaftsverwalter der Bericht eines unabhängigen Prüfers beigefügt werden müsse.

26. Das Königreich Spanien trägt vor, die Kommission schließe zu Unrecht darauf, dass Art. 159 Abs. 1 Buchst. c Unterabs. 2 LSA die Festsetzung eines „unangemessen niedrigen Preises" im Vergleich zum Marktwert der fraglichen Aktien zulasse. Tatsächlich beschränke sich der erste Absatz darauf, eine widerlegbare Vermutung aufzustellen, wonach der „angemessene Wert" der Aktie einer börsennotierten Gesellschaft ihrem „Marktwert" entspreche. Nichtsdestoweniger könne die Aktionärsversammlung einen unter dem „Marktwert" liegenden Ausgabepreis festlegen, der nicht seinen angemessenen Charakter einbüße, wenn er im Licht der oben genannten Berichte gerechtfertigt erscheine.

27. Das *Königreich Spanien*, die *Republik Polen* und das *Vereinigte Königreich* machen im Übrigen geltend, dass keine Diskriminierung zwischen den bestehenden und den potenziellen Aktionären, die anlässlich einer Kapitalerhöhung einer börsennotierten Gesellschaft beitreten, möglich sei, da diese beiden Kategorien von Aktionären sich nicht in einer vergleichbaren Situation befänden. Aufgrund der Börsennotierung und der Fluktuationen auf dem Aktienmarkt habe jeder Aktionär, in Abhängigkeit vom Erwerbszeitpunkt und der jeweiligen Börsennotierung, seine Aktien zu einem jeweils unterschiedlichen Preis erworben. Es sei daher normal, dass manche Aktionäre ihre Aktien zu einem niedrigeren oder auch zu einem höheren Preis als dem Ausgabepreis erworben haben.

28. Des Weiteren heben sowohl das *Königreich Spanien* als auch die *Republik Polen* den Umstand hervor, dass Art. 159 Abs. 1 Buchst. c LSA der Zustimmung der Aktionärshauptversammlung bedürfe, wobei die für die Änderung der Satzung notwendige Mehrheit und das Quorum zu beachten seien.

29. Das *Vereinigte Königreich* vertritt ferner die Auffassung, dass nicht von einer unterschiedlichen Behandlung gesprochen werden könne, da es sich beim Preis einer Aktie bloß um ein wirtschaftliches Element handele. Auch wenn von einer Ungleichbehandlung auszugehen sei, sei diese jedenfalls durch das finanzielle Interesse der Gesellschaft an einer Kapitalerhöhung gerechtfertigt.

30. Die *Republik Finnland* ist der Ansicht, dass es, um beurteilen zu können, ob eine Ungleichbehandlung vorliege, einer Gesamt-

betrachtung der Umstände einer Aktienneuemission bedürfe.

31. Die *Republik Polen* vertritt die Auffassung, dass die Möglichkeit der Emission neuer Aktien zu einem Preis unterhalb des Marktwerts nicht im Licht des Gleichbehandlungsgebots, sondern anhand des Grundsatzes, dass die Gesellschaftsorgane im Interesse der Gesellschaft selbst handeln müssten, geprüft werden müsse.

B — *Zum zweiten Klagegrund*

32. Mit ihrem zweiten Klagegrund macht die *Kommission* einen Verstoß gegen Art. 29 Abs. 1 der Richtlinie 77/91 aus dem Grund geltend, dass Art. 158 Abs. 1 LSA nicht nur den Aktionären, sondern auch den Inhabern von Wandelschuldverschreibungen das Vorzugsbezugsrecht für Aktien im Fall einer Erhöhung des gezeichneten Kapitals durch Geldeinlagen einräume.

33. Art. 29 Abs. 1 der Richtlinie verlange, dass die neuen Aktien „vorzugsweise den Aktionären im Verhältnis zu dem durch ihre Aktien vertretenen Kapital angeboten werden [müssen]". Da die Wandelschuldverschreibungen nicht Teil des zeichnenden Kapitals der Gesellschaft seien, erlaube es das in der LSA den Inhabern der Wandelschuldverschreibungen gewährte vorzugsweise Bezugsrecht nicht, dass die neuen Aktien den Aktionären im Verhältnis zu ihrer Beteiligung an der Gesellschaft angeboten werden könnten. Eine solche Bestimmung verstoße infolgedessen gegen das Ziel der Richtlinie, jegliches Risiko einer Verwässerung der Anteile der Altaktionäre an der Gesellschaft zu verhindern. Eine solche Maßnahme sei zudem auch nicht erforderlich, um die Interessen der Inhaber von Wandelschuldverschreibungen zu schützen.

34. Das *Königreich Spanien* vertritt die Auffassung, dass eine wortgetreue Interpretation des Art. 29 Abs. 1 der Richtlinie 77/91, wie von der Kommission vorgeschlagen, dem Wortlaut dieser Vorschrift selbst widerspreche, da hiernach die Aktien „vorzugsweise" den Aktionären angeboten werden müssten, was wiederum nicht bedeute, dass gemäß der Vorschrift die Aktien „ausschließlich" den Aktionären angeboten werden müssten. Hinzu komme, dass die Richtlinie nichts zu Wandelschuldverschreibungen sage.

35. Das *Königreich Spanien* und die *Republik Polen* befürworten vielmehr eine teleologische Auslegung der vorliegenden Bestimmung, um damit nicht nur die Inhaber der Wandelschuldverschreibungen, sondern gleichermaßen auch die potenziellen Neuaktionäre der Gesellschaft zu schützen und den Wert der für sie reservierten Aktien zu erhalten. Auf diese Weite werde auch verhindert, dass der Emittent einen Einfluss auf den (günstigen) Zeitpunkt der Umwandlung haben könnte.

36. Schließlich weist die *Republik Polen* noch darauf hin, dass die Richtlinie auch den Schutz „Dritter" bezwecke, d. h. auch solcher Personen, die in bestimmten Situationen den Aktionären gleichgestellt werden können, wie z.B. die Inhaber von Wandelschuldverschreibungen. Auch bezwecke die Richtlinie lediglich ein Mindestmaß an Schutz, wobei es den Mitgliedstaaten überlassen bleibe, strengere Schutzvorschriften zu erlassen.

C — *Zum dritten Klagegrund*

37. Die *Kommission* stellt fest, dass Art. 293 Abs. 2 LSA aus denselben Gründen wie denen im Rahmen des zweiten Klagegrundes gegen Art. 29 Abs. 1 und 6 der Richtlinie 77/91 insoweit verstoße, als er ein Vorzugsbezugsrecht von Wandelschuldverschreibungen nicht nur den Aktionären, sondern gleichermaßen auch den Inhabern von früher bereits in Umlauf gebrachten Wandelschuldverschreibungen gewähre.

38. Das *Königreich Spanien* und die *Republik Polen* beziehen sich auf die bereits zum zweiten Klagegrund vorgebrachten Argumente und weisen darauf hin, dass eine Wortlautauslegung der Richtlinie, wie sie die Kommission vornehme, unbegründet sei.

D — *Zum vierten Klagegrund*

39. Die *Kommission* rügt einen Verstoß gegen Art. 29 Abs. 6 in Verbindung mit Art. 29 Abs. 4 der Richtlinie 77/91, da die LSA nicht vorsehe, dass die Hauptversammlung den Ausschluss vom Recht auf vorzugsweisen Bezug von Wandelschuldverschreibungen beschließen könne.

40. Sie weist darauf hin, dass Art. 293 Abs. 3 LSA sich zwar auf Art. 158 LSA beziehe, jedoch keinerlei Verweis auf Art. 159 LSA enthalte, der gerade die Möglichkeit des Ausschlusses des Bezugsrechts regele. Selbst wenn eine systematische Interpretation den Ausschluss des den Aktionären gewährten vorzugsweisen Bezugsrechts von Wandelschuldverschreibungen ermöglichen würde, so verursache Art. 293 LSA in seiner aktuellen Fassung jedoch Zweifel und Unsicherheit für die einzelnen Aktionäre und könne somit nicht als eine sachgerechte Umsetzung der Richtlinie angesehen werden, zumal keinerlei Beweis dafür erbracht worden sei, dass die

spanischen Gerichte tatsächlich einer solchen systematischen Auslegung folgten.

41. Das *Königreich Spanien* trägt vor, eine systematische Auslegung des Art. 293 LSA könne zu keinem anderen Ergebnis als der Möglichkeit des Ausschlusses des vorzugsweisen Bezugsrechts von Wandelschuldverschreibungen für die Aktionäre durch die Hauptversammlung führen, da eine anderslautende Lösung jeglicher Logik entbehre.

42. Die *Republik Finnland* weist darauf hin, dass das Ziel der Richtlinie jedenfalls nur eine Mindestharmonisierung sei und dass selbst wenn das vorzugsweise Bezugsrecht von Wandelschuldverschreibungen für die Aktionäre nicht durch die Hauptversammlung ausgeschlossen werden könne, dies nicht gegen die Richtlinie 77/91verstoßen würde.

VI — Rechtliche Würdigung

A — *Einleitende Bemerkungen*

43. Der Angleichung des materiellen Gesellschaftsrechts der Mitgliedstaaten sind bisher dreizehn Richtlinien und Richtlinienvorschläge gewidmet [4]. Dazu gehört die am 13. Dezember 1976 verabschiedete Richtlinie 77/91, die insbesondere die Angleichung der mitgliedstaatlichen Vorschriften über die Gründung der Aktiengesellschaft, aber auch über die Aufbringung und Erhaltung eines Mindestkapitals der Aktiengesellschaft bezweckt und daher auch als „Kapitalrichtlinie" bezeichnet wird [5].

44. Art. 29 Abs. 1 der Richtlinie 77/91 verankert auf Gemeinschaftsebene das Vorzugsbezugsrecht der Aktionäre bei Kapitalerhöhungen. Gleichwohl ist daran zu erinnern, dassdas Vorzugsbezugsrecht bereits auf eine

4 — Auf der Grundlage von Art. 44 Abs. 2 Buchst. g EG sind bislang zehn Angleichungsrichtlinien auf dem Gebiet des engeren Gesellschaftsrechts ergangen und in innerstaatliches Recht umgesetzt worden (vgl. Kindler, P., *Münchener Kommentar zum BGB*, 4. Auflage, 2006, Band 11, Randnr. 33; Behrens, P., *Handbuch des EU-Wirtschaftsrechts*, Band 1, München 2004, E. III, Randnr. 10, S. 10; Trstenjak, V./Kocbek, M., *Evropsko pravo gospodarskih družb*, Ljubljana 2004, S. 31 bis 50).

5 — Die wesentliche Bedeutung der Richtlinie 77/91 liegt zunächst in der gemeinschaftsweiten Festschreibung des kontinentaleuropäischen Grundsatzes des festen Kapitals: Da die Aktionäre nicht persönlich für die Gesellschaftsschulden einzustehen haben, soll die Gesellschaft zum Schutz der Gläubiger über ein Mindestkapital verfügen, das zudem durch strenge Vorschriften über die Kapitalerhaltung gesichert wird. Die Richtlinie regelt deshalb nicht nur den Mindestbetrag des Kapitals, sondern auch und vor allem die Modalitäten der Leistung von Bar- und Sacheinlagen, den Erwerb eigener Aktien durch die Gesellschaft, die Einziehung von Aktien und Veränderungen des Kapitals im Wege der Kapitalerhöhung und -herabsetzung. Die Richtlinie bezweckt allerdings, auch soweit sie die Aufbringung und Erhaltung des Garantiekapitals regelt, nicht allein den Schutz der Gläubiger. Ausweislich ihres zweiten und ihres fünften Erwägungsgrundes geht es ihr vielmehr auch um den Schutz der Aktionäre. Diesem Zweck dienen insbesondere die Vorschriften über die Beteiligung der Hauptversammlung an Kapitalmaßnahmen und über die Informationspflichten bei schweren Verlusten, die Einführung eines Bezugsrechts der Aktionäre bei Kapitalerhöhungen und die Statuierung des Gleichbehandlungsgrundsatzes. Darüber hinaus regelt die Richtlinie wesentliche Fragen im Zusammenhang mit der Gründung einer Aktiengesellschaft. Hervorzuheben sind dabei die Bestimmungen betreffend den Mindestinhalt der Satzung, des Errichtungsakts oder eines gesonderten Schriftstücks (vgl. Habersack, M., *Europäisches Gesellschaftsrecht*, 3. Auflage, München 2006, Randnrn. 3 und 4, S. 129 f.; Lutter, M., *Europäisches Unternehmensrecht*, 4. Auflage, Berlin 1996, S. 109 f.).

lange Rechtstradition in einigen Mitgliedstaaten zurückblickt, die etwa Mitte des 19. Jahrhunderts begann [6]. Im rechtsvergleichenden Schrifttum wird allgemein angenommen, dass dieses Recht seinen Ursprung in der Rechtsordnung des Vereinigten Königreichs fand, ab Mitte des 20. Jahrhunderts jedoch zumindest im europäischen Kontext maßgeblich von den Entwicklungen in den Rechtsordnungen Deutschlands, Frankreichs und Italiens beeinflusst wurde [7]. Die mit der Richtlinie 77/91 verbundene Harmonisierung des Gesellschaftsrechts der Mitgliedstaaten führte ihrerseits dazu, dass andere Mitgliedstaaten, die dieses Recht bis dahin in ihren Rechtsordnungen entweder nicht kannten oder ihm jedenfalls keinen zwingenden Charakter einräumten, das Vorzugsbezugsrecht übernehmen mussten, was wesentlich zu dessen Verbreitung und Homogenisierung auch über die Grenzen der Europäischen Union hinaus beigetragen hat.

45. Das Bezugsrecht verschafft dem Aktionär einen Anspruch auf einen seiner bisherigen Beteiligungsquote entsprechenden Teil der neuen Aktien bei Kapitalerhöhungen und ermöglicht ihm damit die Aufrechterhaltung seiner quotalen Beteiligung [8]. Er hat damit das Recht, im gleichen prozentualen Umfang wie bisher am Grundkapital der Aktiengesellschaft beteiligt zu werden. Die traditionelle Auffassung sieht im Bezugsrecht der Aktionäre aus diesem Grund einen wirksamen Mechanismus zum Schutz der Einzel- und Minderheitsaktionäre vor den Nachteilen, die sich aus einer mit der Kapitalerhöhung verbundenen Ausgabe neuer Aktien ergeben können. Dazu zählt der Verlust von Teilhaberechten wirtschaftlicher (z. B. Kürzung des Dividendenanspruchs) und politischer Art, etwa in Form von Mitbestimmungsrechten (z. B. Einschränkung von Stimmrechten) sowie sonstigen nichtwirtschaftlichen Rechten (z. B. Informationsrechte, Recht auf Anberaumung der Aktionärsversammlung) [9].

6 — Für eine Untersuchung der Entwicklung des Vorzugsbezugsrechts in den Rechtsordnungen Deutschlands, Italiens, Frankreichs, des Vereinigten Königreichs, Belgiens, Portugals und der Schweiz siehe Vásquez Albert, D., „El derecho de suscripción preferente en Europa", *Revista de derecho de sociedades*, Nr. 11 (1999), S. 79 bis 131.

7 — Siehe Vásquez Albert, D., „El derecho de suscripción preferente en el Derecho Comunitario", *Revista de derecho mercantil*, Nr. 230 (1998), S. 1693. Dabei hat das deutsche Aktiengesetz sowohl vom Aufbau als auch vom Regelungsinhalt her die Richtlinie 77/91 maßgeblich beeinflusst, was dem Rechtskreis des *common law* zugehörigen Mitgliedstaaten gewisse Umsetzungsschwierigkeiten bereitet hat (vgl. Trstenjak, V./Kocbek, M., a. a. O. [Fn. 4], S. 34; Schutte-Venstra, J. N., *Harmonisatie van het kapitaalbeschermingsrecht in de EEG*, Apeldoorn 1991, S. 16).

8 — Natterer, J., *Kapitalveränderung der Aktiengesellschaft, Bezugsrecht der Aktionäre und sachlicher Grund*, Bielefeld 2000, S. 8; Peifer, K.-N., a. a. O. (Fn. 3), § 186 AktG, Randnr. 16; *Lamy Sociétés Commerciales* (hrsg. von Jacques Mestre/Dominique Velardocchio), Rueil-Malmaison 2008, S. 1835. Siehe Urteil vom 19. November 1996, Siemens (C-42/95, Slg. 1996, I-6017, Randnr. 19), in dem der Gerichtshof auf den Zweck des Grundsatzes des Bezugsrechts eingeht, der darin besteht, eine Verringerung der prozentualen Beteiligung von Aktionären am Grundkapital der Gesellschaft zu verhindern.

9 — In diesem Sinne Grechenig, K., „Discriminating Shareholders through the Exclusion of Pre-emption Rights?", *European company and financial law review*, Band 4 (2007), Nr. 4, S. 577. Yanes Yanes, P., „Derecho de suscripción preferente", *Diccionario de Derecho de Sociedades* (hrsg. von Carmen Alonso Ledesma), Madrid 2006, S. 511, und Davies, P., *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*, 7. Auflage, London 2003, S. 631 f., weisen darauf hin, dass das Bezugsrecht zwei Funktionen erfüllt. Zum einen soll es den Aktionär vor einer Verwässerung seines wirtschaftlichen Anteils an der Gesellschaft schützen. Zum anderen soll ihn dieses Recht davor bewahren, seinen Einfluss auf das Leben der Gesellschaft zu verlieren. Pisani Massamormile, A., „Aumento del capitale sociale", *Armonie e disarmonie nel diritto comunitario delle società di capitali*, Band 1, Mailand 2003, S. 714, unterscheidet zwischen einer verwaltungsbezogenen (im Zusammenhang mit dem Stimmgewicht jedes Aktionärs) und einer vermögensbezogenen (im Hinblick auf das Recht jedes Aktionärs auf Gewinnbeteiligung) Funktion des Bezugsrechts.

46. Die Richtlinie 77/91 übernimmt diesen Rechtsgedanken, indem sie sicherstellt, dass insbesondere bei den Vorgängen der Gründung einer Gesellschaft sowie der Erhöhung und der Herabsetzung ihres Kapitals die Rechte der Aktionäre und Dritter gewahrt werden. Entsprechend der Zielsetzungen ihrer Rechtsgrundlage in Art. 44 Abs. 2 Buchst. g EG gewährleistet das Bezugsrecht ein Mindestmaß des Schutzes für Aktionäre in allen Mitgliedstaaten [10].

B — *Untersuchung der Klagegründe*

1. Zum ersten Klagegrund

47. Im Hinblick auf die prozessuale Verteilung der Darlegungs- und Beweislast ist zunächst darauf hinzuweisen, dass im Rahmen eines Vertragsverletzungsverfahrens nach Art. 226 EG der Kommission der Nachweis für das Vorliegen eines Verstoßes gegen das Gemeinschaftsrecht obliegt. Außerdem muss sie dem Gerichtshof die erforderlichen Anhaltspunkte liefern, anhand deren dieser das Vorliegen der Vertragsverletzung prüfen kann, wobei sie sich nicht auf Vermutungen stützen darf [11]. Sache des beklagten Mitgliedstaats ist es wiederum, sich substantiiert und ausführlich gegenüber den vorgelegten Daten und den sich daraus ergebenden Folgerungen zu verteidigen [12].

48. Mit ihrem ersten Klagegrund rügt die Kommission einen Verstoß gegen das in Art. 42 der Richtlinie 77/91 vorgeschriebene Gebot der Gleichbehandlung der Aktionäre in Verbindung mit deren Art. 29 Abs. 1 und 4. Die Kommission sieht einen Verstoß gegen die genannten Gemeinschaftsvorschriften darin, dass die streitgegenständliche nationale Regelung in Art. 159 Abs. 1 Buchst. c LSA im Fall einer Kapitalerhöhung unter Ausschluss des Bezugsrechts die Festsetzung eines Ausgabepreises für neue Aktien zulasse, der wesentlich niedriger als deren Marktwert sein könne.

49. Art. 159 Abs. 1 Buchst. c LSA schreibt bestimmte Voraussetzungen für einen Ausschluss des Bezugsrechts vor. Danach muss der Preis der auszugebenden Aktien dem „angemessenen Wert“ entsprechen, wie er aus dem in Art. 159 Abs. 1 Buchst. b LSA genannten Bericht des Verwaltungsorgans

10 — Urteile vom 30. Mai 1991, Karella (C-19/90 und C-20/90, Slg. 1991, I-2691, Randnrn. 25 und 30), und vom 24. März 1992, Epas (C-381/89, Slg. 1992, I-2111, Randnrn. 27 und 32).

11 — Urteile vom 12. Mai 2005, Kommission/Belgien (C-287/03, Slg. 2005, I-3761, Randnr. 27), vom 14. April 2005, Kommission/Deutschland (C-341/02, Slg. 2005, I-2733, Randnr. 35), vom 29. Mai 2001, Kommission/Italien (C-263/99, Slg. 2001, I-4195, Randnr. 27), vom 8. März 2001, Kommission/Deutschland (C-68/99, Slg. 2001, I-1865, Randnr. 38), vom 23. Oktober 1997, Komission/Frankreich (C-159/94, Slg. 1997, I-5815, Randnr. 102) und vom 25. Mai 1982, Kommission/Niederlande (96/81, Slg. 1982, 1791, Randnr. 6).

12 — Urteil vom 22. September 1988, Kommission/Griechenland (272/86, Slg. 1988, 4875, Randnr. 21).

hervorgeht. Bei börsennotierten Gesellschaften ist grundsätzlich auf den Kurswert abzustellen, soweit nicht ein anderer Wert gerechtfertigt werden kann.

50. Wie die Kommission allerdings feststellt, sieht Art. 159 Abs. 1 Buchst. c Unterabs. 2 LSA eine bedeutende Ausnahme für börsennotierte Gesellschaften vor, nach der die Hauptversammlung die Ausgabe zu jedem beliebigen Preis beschließen könne, soweit dieser über dem anteiligen Wert am Gesellschaftsvermögen liege. Die Kommission weist in diesem Zusammenhang darauf hin, dass der Wert einer Aktie wesentlich niedriger als ihr Kurswert sein könne, ein Wert, von dem die LSA selbst ausgeht, er entspreche dem Marktwert und damit dem „angemessenen Wert" der Aktie. Die Kommission schließt daraus, dass der spanische Gesetzgeber eine ausdrückliche Ermächtigung erteilt habe, damit die Hauptversammlung nach Belieben und unter Ausschluss des Bezugsrechts neue Aktien unter dem Marktwert und damit unter dem vom spanischen Gesetzgeber als „angemessen" geschätzten Wert ausgeben könne.

51. Die Kommission sieht in dieser Regelung eine offenkundige Diskriminierung jener Aktionäre, die ihre Aktien zum Marktwert, gegenüber jenen neuen Aktionären, die ihre Aktien unter dem Marktwert erworben haben. Ihrer Ansicht nach erleiden Erstere insofern einen wirtschaftlichen Nachteil, als sie, bedingt durch die den neuen Aktionären gewährte „Ermäßigung", eine Kürzung bzw. eine Verwässerung des Wertes ihrer Aktien hinnehmen müssten.

52. Dem Vorbringen der Kommission ist jedoch entgegenzuhalten, dass die Regelung in Art. 159 Abs. 1 Buchst. c Unterabs. 2 LSA, so bedenklich sie auf den ersten Blick aus Aktionärsschutzgründen erscheinen mag [13], nicht im Widerspruch zu den Bestimmungen der Richtlinie 77/91 steht.

53. Wie eingangs erwähnt, bezweckt die Richtlinie 77/91 lediglich einen gemeinschaftsweiten Mindestschutz für Aktionäre. Dies folgt zum einen aus der normativen Aussage ihrer Rechtsgrundlage, zum anderen aus der zweiten Begründungserwägung zu dieser Richtlinie, wonach „die Koordinierung der einzelstaatlichen Vorschriften über … die Erhöhung ihres Kapitals bedeutsam ist, um

13 — Grechenig, K., *Spanisches Aktien- und GmbH-Recht — Das einstufige Verwaltungssystem in Beziehung zur Hauptversammlung und zu Gesellschafterrechten*, Wien 2005, S. 136, bezeichnet die Regelung in Art. 159 Abs. 1 Buchst. c Unterabs. 2 LSA aus Aktionärsschutzgründen zwar als bedenklich und verweist dabei auf das vorliegende Vertragsverletzungsverfahren gegen das Königreich Spanien, ohne jedoch auf eine diskriminierende Behandlung von Aktionären zu schließen.

beim Schutz der Aktionäre … ein Mindestmaß an Gleichwertigkeit sicherzustellen“ [14].

54. Zudem ist festzustellen, dass die Richtlinie 77/91 keine Bestimmungen enthält, die zur Ausgabe neuer Aktien zum „Marktpreis“ oder gar zu einem „angemessenen Preis“ verpflichten. Dies ist umso bemerkenswerter, als die Richtlinie 77/91 im Übrigen ausführliche Regelungen, etwa zur Verfassung von Aktiengesellschaften, enthält.

55. Als einzige Richtlinienbestimmung, die den Ausgabepreis von Aktien behandelt und insofern eine gewisse Relevanz für die vorliegende Rechtssache aufweist, kann Art. 8 angeführt werden, wonach „[d]ie Aktien … nicht unter dem Nennbetrag oder, wenn ein Nennbetrag nicht vorhanden ist, nicht unter dem rechnerischen Wert ausgegeben werden [dürfen]“. Dagegen schweigt die Richtlinie, wie die Regierung des Vereinigten Königreichs zu Recht ausführt, über den Preis, zu dem die neuen Aktien im Fall einer Kapitalerhöhung angeboten werden dürfen.

56. Aus Art. 29 Abs. 4 der Richtlinie 77/91 folgt allein, dass das Verwaltungs- oder Leitungsorgan in seinem schriftlichen Bericht an die Hauptversammlung „den vorgeschlagenen Ausgabekurs zu begründen hat“. Die endgültige Entscheidung über den festzusetzenden Ausgabepreis überlässt Art. 29 Abs. 4 der Richtlinie 77/91 somit der Hauptversammlung [15], ohne weitere Vorgaben aufzustellen.

57. Darüber hinaus lässt die Regelung in Art. 159 Abs. 1 Buchst. c Unterabs. 2 LSA keinen Fall der Diskriminierung von Aktionären erkennen. Das Gleichbehandlungsgebot in Art. 42 der Richtlinie 77/91 entspricht in seiner normativen Aussage einem Verbot der Diskriminierung, welches nach ständiger Rechtsprechung des Gerichtshofs verlangt, dass vergleichbare Sachverhalte nicht unterschiedlich und unterschiedliche Sachverhalte

14 — Vásquez Albert, D., a. a. O. (Fn. 7), S. 1714, weist darauf hin, dass die mitgliedstaatlichen Rechtsordnungen generell strengere Regelungen als das Gemeinschaftsrecht vorsehen. Nach Auffassung des Autors erlaubt der Charakter der Richtlinie 77/91 als Mindestschutznorm die Annahme strengerer Regelungen durch die Mitgliedstaaten. Natterer, J., „Bezugsrechtsausschluss und zweite gesellschaftsrechtliche Richtlinie“, *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, 1995, S. 1483, betrachtet die Richtlinie 77/91 ebenfalls als Mindestschutznorm und stellt dabei auf die zweite Begründungserwägung ab.

15 — Gemäß Art. 25 Abs. 1 der Richtlinie 77/91 muss jede Kapitalerhöhung von der Hauptversammlung beschlossen werden.

nicht gleich behandelt werden, sofern eine solche Behandlung nicht objektiv gerechtfertigt ist [16].

58. Die Kommission vertritt die Auffassung, dass Art. 159 Abs. 1 Buchst. c Unterabs. 2 LSA die Gleichbehandlung der bereits bestehenden Aktionäre gegenüber den neuen Aktionären nicht gewährleiste. Mit anderen Worten, sie geht im vorliegenden Fall offenbar von der unterschiedlichen Behandlung gleicher Sachverhalte aus. Gleichwohl ist festzustellen, dass die Kommission den ersten Klagegrund nur vordergründig [17] auf eine vermeintliche Ungleichbehandlung stützt, während der Schwerpunkt ihrer Argumentation in der Darlegung der potenziell nachteiligen wirtschaftlichen Folgen einer Aktienausgabe unter dem Marktwert für die Altaktionäre liegt [18]. Damit versäumt sie, in hinreichend substantiierter Form darzulegen, inwiefern die bereits vorhandenen Aktionäre und die neuen Aktionäre sich in ein und derselben Situation befinden. Dies ist umso wichtiger, als Art. 42 der Richtlinie 77/91 von den Rechtsvorschriften der Mitgliedstaaten die Sicherstellung der Gleichbehandlung der Aktionäre verlangt, sofern diese „sich in denselben Verhältnissen befinden". Es fehlt daher bereits an einer vertieften Prüfung des Vorliegens der ersten Voraussetzung des Gleichheitssatzes [19] seitens der Kommission. Dies wird zu Recht sowohl von der spanischen Regierung als auch von der Regierung des Vereinigten Königreichs beanstandet.

59. Demnach bleibt die Kommission jeden Nachweis darüber schuldig, inwiefern das Gleichbehandlungsgebot des Art. 42 der Richtlinie 77/91 auf den vorliegenden Fall Anwendung finden soll. Die bloße Kritik an einer unter Umständen wirtschaftlich nachteiligen nationalen Regelung — was im Übrigen von der Kommission auch nicht anhand von konkreten Anhaltspunkten bewiesen worden ist — vermag die Darlegung bzw. den Beweis des Vorliegens einer sachlich ungerechtfertigten Ungleichbehandlung vergleichbarer Sachverhalte nicht zu ersetzen. Insofern hat die Kommission ihrer Darlegungs- und Beweispflicht nicht genügt.

60. Davon abgesehen ist bereits fraglich, ob die Gleichbehandlungsklausel des Art. 42 der Richtlinie 77/91 aufgrund ihrer recht unbestimmten normativen Aussage [20] auf eine so

16 — Urteile vom 27. März 1980, Salumi u. a. (66/79, 127/79 und 128/79, Slg. 1980, 1237, Randnr. 14), vom 20. September 1988, Spanien/Rat (203/86, Slg. 1988, 4563, Randnr. 25), vom 17. April 1997, EARL de Kerlast (C-15/95, Slg. 1997, I-1961, Randnr. 35), vom 13. April 2000, Karlsson u. a. (C-292/97, Slg. 2000, I-2737, Randnr. 39), vom 6. März 2003, Niemann (C-14/01, Slg. 2003, I-2279, Randnr. 49), und vom 22. Juni 2006, Belgien/Kommission (C-182/03, Slg. 2006, I-5479, Randnr. 170).

17 — Siehe Randnr. 34 der Erwiderung.

18 — Siehe Randnr. 23 der Klageschrift und Randnrn. 10 und 22 der Erwiderung.

19 — Nach Ansicht von Rossi, M., in Calliess/Ruffert (Hrsg.), *Kommentar zu EUV/EGV*, 3. Auflage, 2007, Art. 20 Grundrechtecharta, Randnr. 19, S. 2629, ist der allgemeine Gleichheitssatz durch eine Zwei- oder eine Drei-Schritt-Prüfung gekennzeichnet: Stets sei auf einer ersten Stufe festzustellen, ob eine Ungleichbehandlung vergleichbarer Sachverhalte (oder eine Gleichbehandlung verschiedener Sachverhalte) vorliegt. Auf einer zweiten Stufe sei sodann zu prüfen, ob diese Ungleichbehandlung (bzw. Gleichbehandlung) möglicherweise gerechtfertigt ist. Unter Umständen finde eine Verhältnismäßigkeitsprüfung statt.

20 — Grechenig, K., a. a. O. (Fn. 9), S. 581, beklagt die vage normative Aussage der Gleichbehandlungsklausel des Art. 42 der Richtlinie 77/91. Hefermehl, W./Bungeroth, E., *Aktiengesetz*, Band 1, München 1984, § 53 a, Randnr. 13, S. 14, kritisieren die Unschärfe dieser Regelung. Grundmann, S., *Europäisches Gesellschaftsrecht*, Heidelberg 2004, Randnr. 325, S. 146, führt zur Dogmatik dieser Klausel aus, dass das Gleichbehandlungsgebot zwar vor allem für Kapitalfragen gelte, jedoch allgemein formuliert sei. Demnach bedürfe es einer Konkretisierung durch Einzelregeln.

spezifische Konstellation wie die Festsetzung des Ausgabepreises neuer Aktien im Fall einer Kapitalerhöhung angewandt werden kann.

61. Hinzu kommt, dass der Grundsatz der Gleichbehandlung der Aktionäre, der in den Rechtsordnungen mehrerer Mitgliedstaaten der Gemeinschaft anerkannt ist, nach überwiegender Auffassung nicht im Sinne einer Verpflichtung der Gesellschaft zur identischen Behandlung der Aktionäre ausgelegt, sondern vielmehr dahin gehend verstanden wird, dass eine ungleiche Behandlung einer hinreichenden objektiven Rechtfertigung bedarf [21]. Das Anliegen der Kommission, eine Festsetzung des Ausgabepreises der neuen Aktien unter dem Erwerbspreis der Aktien der bereits vorhandenen Aktionäre nicht zuzulassen, läuft dagegen letztendlich auf eine strikte Umsetzung des Gleichbehandlungsgebots hinaus, die, wie bereits gesehen, mangels eindeutiger rechtlicher Vorgaben weder von der Richtlinie verlangt wird noch der gesellschaftlichen Wirklichkeit entspricht, zumal bedingt durch die wechselnde Entwicklung im Aktienmarkt der Wert und damit auch der Preis der Aktien einer börsennotierten Gesellschaft immer unterschiedlich sein wird.

62. Wie die spanische Regierung und die Regierung des Vereinigten Königreichs zutreffend ausführen, hat dieser Umstand zur Folge, dass jeder Aktionär, in Abhängigkeit vom Erwerbszeitpunkt und der jeweiligen Börsennotierung, seine Aktien zu einem jeweils unterschiedlichen Preis erworben haben wird. Demzufolge wird es stets Aktionäre geben, die ihre Aktien entweder zu einem niedrigeren oder auch zu einem höheren Preis als dem Ausgabepreis erworben haben. Aus diesem Grund kann nicht mit Erfolg behauptet werden, dass alle Aktionäre sich in derselben Situation befinden. Berücksichtigt werden muss darüber hinaus der Umstand, dass der Preis von Aktien von vielen wirtschaftlichen Faktoren, etwa von der wirtschaftlichen Entwicklung einer bestimmten Gesellschaft, aber auch vom Zustand der Weltwirtschaft abhängt. Maßgeblich beeinflusst wird er zudem von der Entwicklung des Marktes, d. h. von Angebot und Nachfrage. Die Unterschiede, die sich zwischen den Alt- und den Neuaktionären im Hinblick auf den jeweiligen Erwerbspreis zeigen, sind daher nicht auf eine der Gesellschaft zuzurechnende Ungleichbehandlung zurückzuführen [22], sondern die Folge einer für die Finanzmärkte typischen Entwicklung.

21 — So verweisen Hefermehl, W./Bungeroth, E., a. a. O. (Fn. 20), § 53 a, Randnrn. 13 und 14, S. 14, im Hinblick auf den Wortlaut von § 53 a Aktiengesetz („unter gleichen Voraussetzungen"), der Art. 42 der Richtlinie 77/91 in deutsches Recht umsetzt, darauf, dass diese Vorschrift Raum für sachgerechte Differenzierungen lasse. Dadurch werde eine lebensfremde Starrheit des Gleichbehandlungsgebots vermieden. Die Autoren legen diese Regelung deshalb als Willkürverbot aus. Ähnlich auch Grundmann, S., a. a. O. (Fn. 20), Randnr. 325, S. 146; Bujalka, E., *Der Schutz von Minderheitsaktionären bei Umstrukturierungen im deutschen und slowakischen Aktienrecht*, Frankfurt am Main 2006, S. 56; Castellano Ramírez, M. J., „Aumento del capitale sociale", *Armonie e disarmonie nel diritto comunitario delle società di capitali*, Band 1, Mailand 2003, S. 837. Wie Vásquez Albert, D., *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas* (hrsg. von Ignacio Arroyo und José Miguel Embid), Band II, Art. 159, S. 1671 f., erklärt, ist das Gleichbehandlungsgebot im spanischen Aktiengesetz nicht ausdrücklich enthalten, sondern hauptsächlich von der Rechtslehre, ausgehend von dem Rechtsgedanken des Art. 42 der Richtlinie 77/91 entwickelt worden. Nach Auffassung des Autors verlangt das Gleichbehandlungsgebot keine identische Behandlung aller Aktionäre. Es verbiete lediglich willkürliche oder diskriminierende Ungleichbehandlungen, nicht aber sachlich gerechtfertigte Ungleichbehandlungen. Der Autor ist der Ansicht, dass ein Verstoß gegen das Gleichbehandlungsgebot im Fall einer Kapitalerhöhung etwa dann vorläge, wenn ein Teil der neuen Aktien nur an einen Teil der Aktionäre unter Ausschluss der übrigen Aktionäre und Aktien ausgegeben würden.

22 — Diese wäre jedoch eine Voraussetzung für die Anwendbarkeit des aktienrechtlichen Gleichbehandlungsgebots, denn dieses gilt grundsätzlich nur für die gesellschaftlichen Beziehungen zwischen der Aktiengesellschaft und ihren Aktionären (vgl. Hefermehl, W./Bungeroth, E., a. a. O. [Fn. 20], § 53 a, Randnr. 19, S. 16).

63. Was die von der Kommission gerügte Möglichkeit einer Festsetzung des Ausgabepreises neuer Aktien auch unter dem Marktwert anbelangt, ist zunächst einzuwenden, dass ihrer Argumentation der Makel der Einseitigkeit anhaftet, denn allem Anschein nach geht die Kommission davon aus, dass eine Ungleichbehandlung zwischen Alt- und Neuaktionären nur dann denkbar ist, wenn der Preis, zu dem die bereits vorhandenen Aktionäre ihre Aktien erworben haben, exakt dem Marktwert entsprach, während allein die Neuaktionäre von einem Abschlag profitieren. Dagegen äußert sich die Kommission nicht zu einer eventuellen Anwendbarkeit des Gleichbehandlungsgrundsatzes auf die ebenfalls möglichen Varianten, dass Dritte die neuen Aktien zu einem Preis erwerben, der sogar den Marktwert übersteigt, oder die Altaktionäre selbst ihre Aktien unter dem Marktwert erworben haben.

64. Überdies ist zu berücksichtigen, dass eine eventuelle Festsetzung des Ausgabepreises neuer Aktien auch unter dem Marktwert nicht nur nach der streitgegenständlichen spanischen Regelung, sondern auch nach den geltenden Bestimmungen anderer Mitgliedstaaten durchaus zulässig ist, was die Kommission in ihrer Erwiderung ausdrücklich anerkennt [23]. Dies trifft etwa auf die Rechtsordnungen Deutschlands [24], Frankreichs [25], Italiens [26], Sloweniens [27] und des Vereinigten Königreichs [28] zu.

65. Des Weiteren verdient das sowohl von der spanischen als auch von der polnischen Regierung geltend gemachte Argument Be-

23 — Siehe Randnr. 16 der Erwiderung.

24 — Gemäß § 186 Abs. 3 Satz 4 des Aktiengesetzes darf der Ausgabebetrag den Börsenpreis „nicht wesentlich unterschreiten". § 255 Abs. 1 des Aktiengesetzes erlaubt eine Anfechtung der Kapitalerhöhung gegen Einlagen. Nach dieser Vorschrift kann die Anfechtung, wenn das Bezugsrecht der Aktionäre ganz oder zum Teil ausgeschlossen worden ist, auch darauf gestützt werden, dass der sich aus dem Erhöhungsbeschluss ergebende Ausgabebetrag oder der Mindestbetrag, unter dem die neuen Aktien nicht ausgegeben werden sollen, „unangemessen niedrig" ist. Daraus kann geschlossen werden, dass nach deutschem Recht ein Abschlag in engen Grenzen durchaus möglich ist (in diesem Sinne Schlitt, M./Seiler, O., „Aktuelle Rechtsfragen bei Bezugsrechtsemissionen", *Wettbewerb in Recht und Praxis* [2003], Heft 45, S. 2176).

25 — Art. 7 des Dekrets Nr. 2005-112 vom 10. Februar 2005 zur Änderung des Art. 155-5 des Dekrets Nr. 67-236 vom 23. März 1967 betreffend die Handelsgesellschaften und die von den Handelsgesellschaften ausgegebenen Wertpapiere (*Décret n° 2005-112 du 10 février 2005 modifiant le décret n° 67-236 du 23 mars 1967 sur les sociétés commerciales et relatif aux valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales*, *Journal Officiel de la République Française* Nr. 36 vom 12. Februar 2005, S. 2404, Text Nr. 30) bestimmt, dass der Ausgabepreis mindestens dem Durchschnittswert aus der Börsennotierung der letzten drei Börsensitzungen vor dessen Festsetzung, gegebenenfalls „unter Berücksichtigung eines Abschlags von höchstens 5 %", entsprechen muss.

26 — Art. 2441 Abs. 6 des italienischen Zivilgesetzbuchs *(Codice Civile)* bestimmt, dass der Ausgabepreis die Börsennotierung der letzten sechs Monate berücksichtigen muss.

27 — Gemäß Art. 400 Abs. 2 des slowenischen Gesetzes über Handelsgesellschaften *(Zakon o gospodarskih družbah)* kann die Anfechtung auch darauf gestützt werden, dass der sich aus dem Erhöhungsbeschluss ergebende Ausgabebetrag oder der Mindestbetrag, unter dem die neuen Aktien nicht ausgegeben werden sollen, „unangemessen niedrig" ist (siehe Kocbek, M., *Veliki komentar Zakona o gospodarskih družbah / ZGD-1* [hrsg. von Marijan Kocbek], 2. Band, Ljubljana 2007, Art. 400, S. 738 f.).

28 — Gemäß den „Guidelines" der sogenannten „Pre-emption Group", zu der die London Stock Exchange sowie diverse börsennotierte Gesellschaften und Banken gehören, sind Abschläge von 5% vom Marktwert in der Regel zulässig. Umfassendere Abschläge werden jedoch nicht ausgeschlossen (siehe Myners, P., *Pre-emption rights on a public company's ability to raise new capital*, 8. Februar 2005, S. 47, verfügbar unter http://www.berr.gov.uk/files/file28436.pdf). Die „Guidelines" sind zwar rechtlich nicht bindend, allerdings werden sie meistens befolgt (siehe dazu Gower and Davies, *The Principles of Modern Company Law*, 7. Auflage, London 2003, S. 637).

achtung, dass die Richtlinie 77/91 und die LSA durchaus Garantien vorsähen, um die Festsetzung eines zu sehr unter dem Marktwert liegenden Ausgabepreises zu verhindern. Wie bereits erwähnt, überlässt die Richtlinie 77/91 diese Entscheidung der Hauptversammlung [29]. Gemäß Art. 29 Abs. 4 der Richtlinie 77/91 hat das Verwaltungs- oder Leitungsorgan zu diesem Zweck der Hauptversammlung einen schriftlichen Bericht über die Gründe für eine Beschränkung oder einen Ausschluss des Bezugsrechts zu erstatten und den vorgeschlagenen Ausgabekurs zu begründen. Art. 159 LSA geht allerdings über diese gemeinschaftsrechtlichen Vorgaben hinaus, indem er zusätzlich den Bericht eines eigens zu diesem Zweck vom Handelsregisteramt berufenen Buchprüfers verlangt, der folgende Angaben enthalten muss: (1) eine Beurteilung der Angemessenheit des Aktienwerts, (2) eine Beurteilung des Wertes der ausgeschlossenen Bezugsrechte und (3) eine Überprüfung der Genauigkeit der Angaben in der Stellungnahme der Verwalter.

66. Entgegen dem Vorbringen der Kommission liegt die Entscheidung über den Ausschluss des Bezugsrechts und die Art der Ausgabe nicht völlig im Ermessen der Hauptversammlung. Ebenso wie die Berichtspflicht nach Art. 29 Abs. 4 der Richtlinie 77/91 zielen die zusätzlichen, durch das nationale Recht eingeführten Berichtspflichten nämlich darauf ab, sicherzustellen, dass im Interesse der Aktionäre und der Gläubiger eine sachliche Rechtfertigung der Entscheidung erfolgt [30]. Die Hauptversammlung hat diese Entscheidung daher, unabhängig von der Frage, ob die Berichte rechtlich bindend sind oder nicht, notwendigerweise im eigenen Interesse der Aktionäre auf der Grundlage der ihr vorgelegten Berichte zu treffen. Demnach dienen die strengen Erfordernisse für die Ausgabe neuer Aktien [31] gemäß Art. 159 LSA dem Schutz der Aktionäre und können deshalb nicht als bloße verfahrensrechtliche Vorschriften abgetan werden [32]. Vielmehr müssen sie als zusätzliche Garantien zur Vermeidung der Festsetzung eines unangemessen niedrigen Ausgabepreises angesehen werden.

29 — Siehe Nr. 56 dieser Schlussanträge.

30 — So auch Bagel, F., *Der Ausschluss des Bezugsrechts in Europa*, Köln 1999, S. 352, wonach Art. 29 Abs. 4 der Richtlinie 77/91 durch die Einführung der Berichtspflicht voraussetzt, dass eine sachliche Rechtfertigung des Beschlusses der Hauptversammlung stattfindet.

31 — Meines Erachtens sind diese Bestimmungen mit dem Gemeinschaftsrecht vereinbar, da sie strengere Bedingungen zum Schutz des Bezugsrechts der Aktionäre festlegen. Dies ist gemäß der Rechtsprechung des Gerichtshofs eine Voraussetzung der Richtlinie 77/91 für die Annahme strengerer Regelungen durch die Mitgliedstaaten. Dies geht aus dem Urteil Siemens/Nold (in Fn. 8 angeführt, Randnr. 22) hervor. Gegenstand des Verfahrens ist eine Vorlage des deutschen Bundesgerichtshofs gewesen, mit der dieser den Gerichtshof um Beantwortung der Frage ersucht hat, ob seine bisherige Rechtsprechung zum Bezugsrechtsausschluss mit dem Gemeinschaftsrecht in Einklang stand. Der Bundesgerichtshof hatte seit 1978, d. h. nach Inkrafttreten der Richtlinie 77/91, eine Abwägung zwischen den Belangen der Minderheit und der Mehrheit verlangt und das Erfordernis aufgestellt, dass der Bezugsrechtsausschluss erforderlich und verhältnismäßig sein musste. Diese Frage wurde vom Gerichtshof mit Hinweis auf die Vereinbarkeit mit dem Schutzziel der Richtlinie bejaht.

32 — In diesem Sinne auch Grechenig, K., a. a. O. (Fn. 13), S. 135 bis 137, der die Vorgaben des Art. 159 LSA im Zusammenhang mit dem Ausschluss des Bezugsrechts, den Berichtspflichten der Gesellschaft gegenüber der Hauptversammlung und der Festsetzung des Ausgabepreises dem Aktionärsschutz zurechnet. Bagel, F., a. a. O. (Fn. 29), S. 353, weist darauf hin, dass die Mitgliedstaaten weitere formelle und materielle Voraussetzungen für einen Bezugsrechtsausschluss als die in Art. 29 Abs. 4 der Richtlinie 77/91 aufgeführten aufgestellt haben. Ihrer Ansicht nach verstoßen die erhöhten Anforderungen an die Berichtspflicht und die zusätzlichen Berichte aber nicht gegen die Richtlinie, sondern verhelfen gerade zu einem verstärkten Schutz der Aktionäre und auch der Gläubiger. Dies entspricht auch der Ansicht von Henze, H., „Das Richtlinienrecht und der Schutz der Minderheitsgesellschaftern und Gläubiger im deutschen Aktienrecht — verdeckte Sacheinlage, Bezugsrecht und Verschmelzungsbericht", *Systembildung und Systemlücken in Kerngebieten des europäischen Privatrechts*, 2000, S. 249, wonach der Inhalt des Art. 29 Abs. 4 der Richtlinie 77/91 sich nicht in der Regelung formaler Gesichtspunkte erschöpft, sondern mit der Pflicht des Vorstands, der Hauptversammlung einen Bericht über die Gründe für den Bezugsrechtsausschluss bei der Barkapitalerhöhung vorzulegen und den vorgeschlagenen Ausgabebetrag zu erläutern, auch materielle, dem Schutz der Minderheitsgesellschafter dienende Umstände berücksichtigt.

67. Nach alledem ist nicht zu erkennen, inwiefern Art. 159 LSA Art. 42 in Verbindung mit Art. 29 Abs. 1 und 4 der Richtlinie 77/91 zuwiderlaufen könnte.

68. Folglich ist der erste Klagegrund als unbegründet zurückzuweisen.

2. Zum zweiten Klagegrund

69. Mit ihrem zweiten Klagegrund macht die Kommission einen Verstoß gegen Art. 29 Abs. 1 der Richtlinie 77/91 aus dem Grund geltend, dass Art. 158 Abs. 1 LSA nicht nur den Aktionären, sondern auch den Inhabern von Wandelschuldverschreibungen das Vorzugsbezugsrecht für Aktien im Fall einer Erhöhung des gezeichneten Kapitals durch Geldeinlagen einräumt.

70. Der Kommission ist darin zuzustimmen, dass sofern Art. 158 Abs. 1 LSA im Gegensatz zu Art. 29 Abs. 1 der Richtlinie 77/91, der nur die Aktionäre berücksichtigt [33], auch den Inhabern von Wandelschuldverschreibungen ein Vorzugsbezugsrecht einräumt, zumindest dem Wortlaut nach ein Widerspruch zur Richtlinienbestimmung festzustellen ist [34], der für einen Verstoß gegen das Gemeinschaftsrecht spricht.

71. Die spanische Regierung räumt diesen Widerspruch im Wortlaut zwar ein [35], hält dem allerdings entgegen, dass Art. 29 Abs. 1 der Richtlinie 77/91 von einem „vorzugsweisen“ und nicht von einem „ausschließlichen“ Angebot neuer Aktien an die Aktionäre spricht. Zudem lehnt die spanische Regierung eine am Wortlaut haftende Auslegung ab und befürwortet stattdessen eine an den Zielen der Richtlinie 77/91 und den Interessen der Gesellschaft orientierte Auslegung, die auch die Inhaber von Wandelschuldverschreibungen in den Kreis der Berechtigten nach Art. 29 Abs. 1 der Richtlinie 77/91 miteinbezieht.

33 — In rechtsvergleichender Hinsicht ist festzustellen, dass Art. 29 Abs. 1 der Richtlinie 77/91 in Deutschland durch § 186 und § 221 Abs. 4 des Aktiengesetzes vom 6. September 1965 (BGBl. I S. 1089, zuletzt geändert durch Art. 11 des Gesetzes vom 16. Juli 2007 [BGBl. I S. 1330]) und in Österreich durch § 153 und § 174 des Bundesgesetzes vom 31. März 1965 über Aktiengesellschaften (BGBl. Nr. 98/1965, zuletzt geändert durch BGBl. I Nr. 42/2001) umgesetzt worden ist. Danach haben ausschließlich die Aktionäre ein Bezugsrecht auf neue Aktien und Wandelschuldverschreibungen.

34 — Vásquez Albert, D., a. a. O. (Fn. 7), S. 1698; Pisani Massamormile, A., a. a. O. (Fn. 9), S. 714, und Castellano Ramírez, M. J., a. a. O. (Fn. 21), S. 825, 829, stellen zu Recht fest, dass Art. 29 Abs. 1 der Richtlinie 77/91, anders als Art. 158 Abs. 1 LSA, den Inhabern von Wandelschuldverschreibungen kein Vorzugsbezugsrecht einräumt. Castellano Ramírez erklärt, dass die Ausweitung dieses Rechts auf die Inhaber von Wandelschuldverschreibungen eine eigene Entscheidung des spanischen Gesetzgebers gewesen sei, die nicht im Hinblick auf die Umsetzung der Richtlinie 77/91 getroffen worden sei.

35 — Siehe Randnr. 39 der Klagebeantwortung.

72. Meines Erachtens verstößt eine Auslegung, wie sie die spanische Regierung vorschlägt, nicht nur gegen den klaren Wortlaut von Art. 29 Abs. 1 der Richtlinie 77/91. Sie lässt sich ebenso wenig auf eine systematische bzw. teleologische Auslegung dieser Bestimmung stützen.

73. Art. 29 Abs. 1 der Richtlinie 77/91 schreibt klar vor, dass bei jeder Erhöhung des gezeichneten Kapitals die Aktien vorzugsweise den Aktionären „im Verhältnis zu dem durch ihre Aktien vertretenen Teil des Kapitals" angeboten werden müssen. Wie die Kommission zutreffend ausführt, gehören Wandelschuldverschreibungen allerdings nicht zum gezeichneten Kapital der Gesellschaft. Daraus ergibt sich bereits die Unmöglichkeit einer anteilsmäßigen Ausgabe von Aktien an die Inhaber von Wandelschuldverschreibungen.

74. Entgegen der Ansicht der spanischen Regierung lässt sich der Begriff des „Aktionärs" im Sinne des Art. 29 Abs. 1 der Richtlinie 77/91 auch nicht so verstehen, als schließe er auch Inhaber von Wandelschuldverschreibungen ein. Vielmehr lässt ein Vergleich von Art. 29 Abs. 1 mit Art. 29 Abs. 6 der Richtlinie 77/91 erkennen, dass dem Gemeinschaftsgesetzgeber, als er das Bezugsrecht der Aktionäre regelte, die Existenz von Wandelschuldverschreibungen und ähnlichen Wertpapieren sehr wohl bewusst war, zumal in Art. 29 Abs. 6 der Richtlinie 77/91 von „Wertpapieren, die in Aktien umgewandelt werden können", die Rede ist. Die Bestimmung wäre überflüssig, wenn Inhaber von Wandelschuldverschreibungen auch als Aktionäre anzusehen wären.

75. Wie die spanische Regierung zutreffend feststellt, spricht Art. 29 Abs. 1 der Richtlinie 77/91 nicht von einem „ausschließlichen" Angebot neuer Aktien an die Aktionäre. Dies ist auch nicht der Sinn und Zweck des Bezugsrechts der Aktionäre, das Gegenstand der vorliegenden Rechtssache ist. Insofern gehen die Ausführungen der spanischen Regierungen fehl. Vielmehr geht es um die Einräumung einer Rechtsstellung kraft Gesetzes [36], die den Aktionären im Fall einer Kapitalerhöhung erlaubt, die neu auszugebenden Aktien vorrangig zu erwerben. Die Richtlinie erlegt dem spanischen Gesetzgeber die Verpflichtung auf, im Zuge der Umsetzung ins nationale Recht die gesetzlichen Voraussetzungen dafür zu schaffen, dass diese Vorrangstellung zur Geltung kommt. Dies entspricht seiner Pflicht zur Gewährleistung der praktischen Wirksamkeit der Richtlinien unter Berücksichtigung des mit ihnen verfolgten Zwecks [37]. Diese gesetzlichen Voraussetzungen liegen indes nicht vor, wenn Inhaber von Wandelschuldverschreibungen den Aktionären das Vorzugsbezugsrecht streitig machen können, ohne dass sich das durch die Richtlinie ausdrücklich geschützte Recht der Aktionäre dabei durchsetzt [38].

36 — Nach Auffassung von Natterer, J., a. a. O. (Fn. 8), S. 68, bedarf das Bezugsrecht hingegen keiner gesetzlichen Anordnung. Das Bezugsrecht sei in rechtstheoretischer Sicht vielmehr das natürliche Recht des Mitglieds einer juristischen Person, die auf Kapitalbasis bestehe.

37 — Nach ständiger Rechtsprechung muss die Umsetzung einer Richtlinie deren vollständige Anwendung tatsächlich gewährleisten (siehe in diesem Sinn u. a. Urteile vom 9. September 1999, Kommission/Deutschland, C-217/97, Slg. 1999, I-5087, Randnr. 31, vom 16. November 2000, Kommission/Griechenland, C-214/98, Slg. 2000, I-9601, Randnr. 49, und vom 11. Juli 2002, Marks & Spencer, C-62/00, Slg. 2002, I-6325, Randnr. 26).

38 — Siehe zum Vergleich die Rechtslage in Deutschland und Österreich. Den Inhabern von Wandelschuldverschreibungen können gemäß Art. 187 des deutschen und Art. 154 des österreichischen Aktiengesetzes zwar Rechte auf den Bezug neuer Aktien zugesichert werden, allerdings nur unter Vorbehalt des Bezugsrechts der Aktionäre. Diese Regelung trägt dazu bei, dass das Bezugsrecht der Aktionäre nicht beeinträchtigt wird.

76. Art. 158 Abs. 1 LSA läuft dem Ziel von Art. 29 Abs. 1 der Richtlinie 77/91, das Bezugsrecht des Aktionärs zu sichern, entgegen. Wie eingangs erwähnt, zielt dieses Recht darauf ab, den Aktionär vor einer Verwässerung seines Anteils am Grundkapital der Aktiengesellschaft zu schützen [39]. Dieses Ziel wird allerdings vereitelt, wenn auch Inhaber von Wandelschuldverschreibungen ein Bezugsrecht erlangen und damit bei der Ausgabe neuer Aktien im Rahmen einer Kapitalerhöhung der Gesellschaft in Konkurrenz zu den Aktionären treten [40].

77. Die Ausübung dieses Rechts ermöglicht ihnen nämlich, eine Beteiligung am Grundkapital zu erwerben, ohne ihre Schuldverschreibungen vorher in Aktien umwandeln zu müssen. Als Folge davon riskieren Aktionäre, ihren Anteil zugunsten der Inhaber von Wandelschuldverschreibungen verwässert zu sehen, obwohl Letztere unter Umständen nicht die von der Hauptversammlung aufgestellten Bedingungen für eine Umwandlung ihrer Schuldverschreibungen erfüllen. Das Risiko einer Verringerung des Anteils und damit einer Verschlechterung der Stellung der Aktionäre ist erst recht dann gegeben, wenn die Inhaber von Wandelschuldverschreibungen die Bedingungen für eine Umwandlung in Aktien erfüllen, zumal diese dann über zwei unterschiedliche Möglichkeiten verfügen, Anteile an der Gesellschaft zu erwerben. Die Folge daraus wäre eine Bevorteilung der Inhaber von Wandelschuldverschreibungen zu Lasten der Aktionäre [41].

78. Aus den vorstehenden Erwägungen folgt, dass Art. 158 Abs. 1 LSA, indem er nicht nur den Aktionären, sondern auch den Inhabern von Wandelschuldverschreibungen das Vorzugsbezugsrecht für Aktien im Fall einer Erhöhung des gezeichneten Kapitals durch Geldeinlagen einräumt, sowohl gegen den Wortlaut als auch gegen Sinn und Zweck von Art. 29 Abs. 1 der Richtlinie 77/91 verstößt.

79. Folglich ist der zweite Klagegrund begründet.

3. Zum dritten Klagegrund

80. Mit ihrem dritten Klagegrund macht die Kommission einen Verstoß gegen Art. 29 Abs. 6 in Verbindung mit Art. 29 Abs. 1 der Richtlinie 77/91 geltend, da Art. 293 Abs. 2

39 — Siehe Nr. 45 dieser Schlussanträge.

40 — Nach Auffassung von Grechenig, K., a. a. O. (Fn. 9), Nr. 4, S. 583, wird das Vorzugsbezugsrecht von Aktionären eindeutig eingeschränkt, wenn andere Investoren über gleichwertige Rechte verfügen. Castellano Ramírez, M. J., a. a. O. (Fn. 21), S. 829, Fn. 135, sieht unter Umständen eine Benachteiligung der Aktionäre, wenn sich aufgrund der Konkurrenz mit den Inhabern von Wandelschuldverschreibungen ihre Möglichkeiten, die neuen Aktien zu erwerben, verringern. Sie verweist auf die Kritik dieser Regelung im spanischen Schrifttum.

41 — Alonso Espinosa, F. J., *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas* (hrsg. von Ignacio Arroyo und José Miguel Embid), Band III, Art. 292, 293 und 294, S. 2815, weist ebenfalls auf die Gefahr einer Überbevorteilung der Inhaber von Wandelschuldverschreibungen zu lasten der Aktionäre hin.

LSA nicht nur den Aktionären, sondern auch den Inhabern von sich auf frühere Emissionen beziehenden Wandelschuldverschreibungen das Vorzugsbezugsrecht für Wandelschuldverschreibungen einräumt.

81. Wie bereits festgestellt, verleiht Art. 29 Abs. 1 derselben Richtlinie allein den Aktionären ein Recht auf vorzugsweisen Bezug von Aktien. Aus Art. 29 Abs. 6 der Richtlinie 77/91 geht ferner hervor, dass die Abs. 1 bis 5 für die Ausgabe aller Wertpapiere gelten, die in Aktien umgewandelt werden können. Diese Verweisung auf Art. 29 Abs. 1 ist dahin gehend zu verstehen, dass die Richtlinie 77/91 allein den Aktionären das Vorzugsbezugsrecht für Wandelschuldverschreibungen einräumt [42].

82. Dagegen sieht Art. 293 Abs. 2 LSA vor, dass das gleiche Recht den Inhabern von Wandelschuldverschreibungen früherer Emissionen zusteht. Dementsprechend ist auch hier festzustellen, dass die nationale Gesetzgebung über das hinausgeht, was die Richtlinie 77/91 vorschreibt. Diese Überschreitung des gemeinschaftsrechtlich festgelegten Regelungsrahmens stellt jedenfalls einen Verstoß gegen die Richtlinie 77/91 dar, da sie sich zu lasten der Aktionäre auswirkt.

83. Entsprechend der bereits im Rahmen des zweiten Klagegrundes beschriebenen Situation besteht nämlich auch im Hinblick auf den Erwerb von Wandelschuldverschreibungen ein Konkurrenzverhältnis zwischen den Aktionären und den Inhabern von sich auf frühere Emissionen beziehenden Wandelschuldverschreibungen. Insofern sind meine Ausführungen zum zweiten Klagegrund entsprechend übertragbar.

84. Mithin ist der dritte Klagegrund begründet.

4. Zum vierten Klagegrund

85. Mit ihrem vierten Klagegrund macht die Kommission einen Verstoß gegen Art. 29 Abs. 6 in Verbindung mit Art. 29 Abs. 4 der Richtlinie 77/91 geltend, da die LSA nicht vorsehe, dass die Hauptversammlung den Ausschluss vom Recht auf vorzugsweisen Bezug von Wandelschuldverschreibungen beschließen könne.

86. Art. 29 Abs. 4 der Richtlinie 77/91 bestimmt, dass die Hauptversammlung unter näher bestimmten Voraussetzungen das Bezugsrecht der Aktionäre durch Beschluss ausschließen kann. Gemäß Art. 29 Abs. 6 der Richtlinie 77/91 gilt diese Bestimmung auch für das Bezugsrecht der Aktionäre im Hinblick auf die Ausgabe von Wertpapieren, die in Aktien umgewandelt werden können.

42 — In diesem Sinne auch Vásquez Albert, D., a. a. O. (Fn. 7), S. 1698.

87. Was die Umsetzung der oben genannten gemeinschaftsrechtlichen Bestimmungen in spanisches Recht betrifft, ist festzustellen, dass Art. 159 LSA ausdrücklich das Recht der Hauptversammlung vorsieht, einen Ausschluss des Bezugsrechts zu beschließen. Dagegen sieht Art. 293 LSA, der den Aktionären der Gesellschaft das Recht auf vorzugsweisen Bezug von Wandelschuldverschreibungen einräumt, nicht dasselbe Recht der Hauptversammlung auf Ausschluss des Bezugsrechts im Hinblick auf diese Titel vor. Während nämlich gemäß Art. 293 Abs. 3 LSA auf das Recht zur bevorzugten Zeichnung der Wandelschuldverschreibungen die Bestimmungen des Art. 158 dieses Gesetzes anwendbar sind, erstreckt sich diese Verweisung nicht auf Art. 159 LSA. Vor diesem Hintergrund ist der Kommission darin beizupflichten, dass die spanische LSA als mitgliedstaatlicher Umsetzungsakt zumindest vom Wortlaut her von den Vorgaben der Richtlinie abweicht.

88. Auch die Ausführungen der spanischen Regierung, dass es einer systematischen Auslegung der Vorschriften der LSA bedürfe, um darauf zu schließen, dass das spanische Aktienrecht einen Ausschluss des Rechts auf vorzugsweisen Bezug von Wandelschuldverschreibungen vorsehe, vermögen diese Schlussfolgerung nicht zu entkräften. Die spanische Regierung ist insbesondere eine Erklärung dafür schuldig geblieben, warum Art. 293 Abs. 3 LSA nicht unmittelbar auf die zentrale Regelung in Art. 159 LSA betreffend den Bezugsrechtsausschluss verweist, was eher für die von ihr vertretene Auslegung gesprochen hätte.

89. Mir ist bewusst, dass bei der Untersuchung der Frage, ob eine Bestimmung des nationalen Rechts im Widerspruch zum Gemeinschaftsrecht steht, nicht nur der Wortlaut dieser Bestimmung maßgeblich ist, sondern darüber hinaus die Auslegung berücksichtigt werden muss, welche die nationalen Gerichte dieser Bestimmung zugrunde legen [43]. Dadurch, dass sie die für alle Rechtsunterworfenen verbindliche Auslegung des Gesetzes wiedergibt, erweist sich die Rechtsprechung in einem Mitgliedstaat als unerlässlicher Maßstab für die Beurteilung der gemeinschaftsrechtskonformen Umsetzung und Auslegung des nationalen Rechts. Allerdings hat die spanische Regierung nichts vorgetragen, was auf eine höchstrichterliche gemeinschaftsrechtskonforme Auslegung der LSA und erst recht nicht auf die vorherrschende Meinung in der Rechtslehre [44] hätte hinweisen können. Stattdessen hat sie sich auf ihre eigene Auslegung des Gesetzes berufen, ohne die verbleibenden Zweifel betreffend die

43 — Lenaerts, K./Arts, D./Maselis, I., *Procedural Law of the European Union*, 2. Auflage, London 2006, Randnr. 5-056, S. 162, weisen darauf hin, dass die Tragweite nationaler Gesetze, Verordnungen oder Verwaltungsbestimmungen im Licht der Auslegung beurteilt werden muss, die ihnen nationale Gerichte zuordnen. Die gemeinschaftsrechtskonforme Auslegung des nationalen Rechts war, wie bereits in Fn. 31 dieser Schlussanträge erwähnt, Gegenstand eines Vorabentscheidungsersuchens des deutschen Bundesgerichtshofs in der Rechtssache C-42/95, Siemens/Nold.

44 — Tatsächlich scheinen einige spanische Autoren die Ansicht vertreten zu haben, dass das Recht auf vorzugsweisen Bezug von Wandelschuldverschreibungen aufgrund der fehlenden Verweisung auf Art. 159 LSA in Art. 293 Abs. 3 nicht ausgeschlossen werden konnte (so etwa Vicent Chulia, F., *Compendio crítico de derecho mercantil*, 3. Auflage, Barcelona 1991, S. 800). Heutzutage spricht sich offenbar die Mehrheit in der spanischen Rechtslehre für eine systematische und teleologische Auslegung dieser Normen bzw. zumindest für eine analoge Anwendung von Art. 159 LSA auf das Bezugsrecht der Inhaber von Wandelschuldverschreibungen aus (vgl. Alonso Espinosa, F. J., a. a. O. [Fn. 40], Art. 293, S. 2818 f.; Grechenig, K., a. a. O. [Fn. 9], Nr. 4, S. 584). Allerdings setzt die Anwendung einer Analogie bekanntlich das Bestehen einer planwidrigen Regelungslücke voraus. Mit ihrer Klage beanstandet die Kommission aber gerade das Vorliegen einer Regelungslücke.

korrekte Umsetzung der Richtlinie vollständig auszuräumen. Ihr Vorbringen ist daher gemäß den prozessualen Regeln zur Darlegungs- und Beweislast als nicht substantiiert genug anzusehen.

90. Dessen ungeachtet teile ich die Ansicht der Kommission, dass die oben genannten mitgliedstaatlichen Regelungen jedenfalls ein Mindestmaß an Bestimmtheit und Klarheit vermissen lassen und demgemäß nicht den Anforderungen an Rechtssicherheit und Klarheit genügen.

91. Zwar verlangt die Umsetzung einer Richtlinie in innerstaatliches Recht nicht notwendigerweise, dass ihre Bestimmungen förmlich und wörtlich in einer ausdrücklichen besonderen Gesetzesvorschrift wiedergegeben werden [45]. Allerdings müssen die Mitgliedstaaten nach ständiger Rechtsprechung, um die volle Anwendung des Gemeinschaftsrechts zu gewährleisten, nicht nur ihr Recht mit dem Gemeinschaftsrecht in Einklang bringen, sondern darüber hinaus eine so bestimmte, klare und transparente Lage schaffen, dass der Einzelne seine Rechte in vollem Umfang erkennen und sich vor den nationalen Gerichten auf sie berufen kann [46]. Dadurch, dass Art. 293 Abs. 3 LSA nicht zweifelsfrei entnommen werden kann, dass die Hauptversammlung den Ausschluss vom Recht auf vorzugsweisen Bezug von Wandelschuldverschreibungen beschließen kann, hat der spanische Gesetzgeber Art. 29 Abs. 6 in Verbindung mit Art. 29 Abs. 4 der Richtlinie 77/91 nicht ordnungsgemäß umgesetzt.

92. Damit ist auch dieser Klagegrund begründet.

VII — Zu den Kosten

93. Nach Art. 69 § 2 der Verfahrensordnung ist die unterliegende Partei zur Tragung der Kosten zu verurteilen. Da das Königreich Spanien mit seinem Vorbringen im Wesentlichen unterlegen ist, sind ihm die Kosten aufzuerlegen.

45 — Urteile vom 15. März 1990, Kommission/Niederlande (C-339/87, Slg. 1990, I-851, Randnr. 25), vom 28. Februar 1991, Kommission/Deutschland (C-131/88, Slg. 1991, I-825, Randnr. 8), und vom 30. Mai 1991, Kommission/Deutschland (C-59/89, Slg. 1991, I-2607, Randnr. 18).

46 — Vgl. in diesem Sinne, bezogen auf Richtlinien, Urteile vom 28. Februar 1991, Kommission/Italien (C-360/87, Slg. 1991, I-791, Randnr. 12), und vom 15. Juni 1995, Kommission/Luxemburg (C-220/94, Slg. 1995, I-1589, Randnr. 10). Siehe ferner Urteile vom 18. Januar 2001, Kommission/Italien (C-162/99, Slg. 2001, I-541, Randnrn. 22 bis 25), und vom 6. März 2003, Kommission/Luxemburg (C-478/01, Slg. 2003, I-2351, Randnr. 20).

VIII — Ergebnis

94. Aufgrund der vorstehenden Erwägungen schlage ich dem Gerichtshof vor,

— festzustellen, dass das Königreich Spanien dadurch, dass es die Richtlinie 77/91 nicht korrekt umgesetzt hat, gegen seine Verpflichtungen aus dieser Richtlinie verstoßen hat, insbesondere gegen diejenigen aus

a) deren Art. 29 Abs. 1, indem es nicht nur den Aktionären, sondern auch den Inhabern von Wandelschuldverschreibungen das Vorzugsbezugsrecht für Aktien im Fall einer Erhöhung des gezeichneten Kapitals durch Geldeinlagen einräumt;

b) deren Art. 29 Abs. 6 in Verbindung mit Art. 29 Abs. 1, indem es nicht nur den Aktionären, sondern auch den Inhabern von sich auf frühere Emissionen beziehenden Wandelschuldverschreibungen das Vorzugsbezugsrecht für Wandelschuldverschreibungen einräumt;

c) deren Art. 29 Abs. 6 in Verbindung mit Art. 29 Abs. 4, indem es nicht vorsieht, dass die Hauptversammlung den Ausschluss vom Recht auf vorzugsweisen Bezug von Wandelschuldverschreibungen beschließen kann;

— die Klage im Übrigen als unbegründet abzuweisen;

— dem Königreich Spanien die Kosten des Verfahrens aufzuerlegen.