FORSLAG TIL AFGØRELSE FRA GENERALADVOKAT V. TRSTENJAK

fremsat den 4. september 2008 [1]

I — Indledning

1. Grundlaget for den foreliggende sag er et traktatbrudssøgsmål fra Kommissionen i henhold til artikel 226 EF, hvori der er nedlagt påstand om, at det fastslås, at Kongeriget Spanien har tilsidesat sine forpligtelser i henhold til artikel 29 og 42 i Rådets direktiv af 13. december 1976 (herefter »direktiv 77/91«) [2], idet Spanien ikke har ikke har foretaget en korrekt gennemførelse i sin nationale lovgivning af de anførte bestemmelser i direktivet.

2. Søgsmålet omhandler forskellige aspekter af aktionærers fortegningsret i forbindelse med selskabers kapitalforhøjelser i kontanter, frem for alt de retlige betingelser for ophævelse af fortegningsretten, foreneligheden med fællesskabsretten af en national ordning, som også giver indehavere af konvertible obligationer [3] en sådan rettighed, samt de i fællesskabsretten fastlagte betingelser, som skal overholdes ved fastsættelse af emissionsprisen for nye aktier.

II — Retsforskrifter

A — *Fællesskabsretten*

3. Retsgrundlaget for direktiv 77/91 er artikel 44, stk. 2, litra g), EF, ifølge hvilken Rådet og Kommissionen skal samordne de

1 — Originalsprog: tysk.

2 — Rådets andet direktiv 77/91/EØF af 13.12.1976 om samordning af de garantier, der kræves i medlemsstaterne af de i artikel 58, stk. 2, i traktaten nævnte selskaber til beskyttelse af såvel selskabsdeltagernes som tredjemands interesser for så vidt angår stiftelsen af aktieselskabet samt bevarelsen af og ændringer i dets kapital, med det formål at gøre disse garantier lige byrdefulde, EFT 1977 L 26, s. 1.

3 — Konvertible obligationer er gældsbreve, hvor der ud over kravet på tilbagebetaling som en særlig brugsret indrømmes kreditor retten til at konvertere obligationerne til aktier eller anskaffe sig nye aktier, jf. Nagele, *Kommentar zum Aktiengesetz*, udg. af Peter Jabornegg og Rudolf Strasser, 4. oplag, Wien, 2002, III del, §§ 145-273 AktG, afsnit 5, s. 5; K.-N. Peifer, *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, 2. oplag, 2005, § 186 AktG, afsnit 33; U. Hüffer, *Aktiengesetz*, 8. oplag, bind 53, § 160 AktG, afsnit 12; B. Holland, »Die Bedienung von Wandelanleihen aus genehmigtem Kapital«, *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht*, 2006, hæfte 23, s. 892; M. Kocbek, *Veliki komentar Zakona o gospodarskih družbah / ZGD-1*, udg. af Marijan Kocbek, 2. bind, Ljubljana, 2007, artikel 371, s. 664 f. Ud fra et økonomisk synspunkt er konvertible obligationer hybride værdipapirer, idet de i kraft af deres egenskab af obligationer i første omgang garanterer et fast afkast, og såfremt de konverteres, et variabelt afkast, jf. A.J. Tapia Hermida, »Obligaciones convertibles«, *Diccionario de Derecho de Sociedades*, udg. af Carmen Alonso Ledesma, Madrid, 2006, s. 820 ff.

garantier, der kræves af selskaberne i medlemsstaterne til beskyttelse af såvel selskabsdeltagernes som tredjemands interesser, med det formål at gøre disse garantier lige byrdefulde.

4. Anden og femte betragtning til direktiv 77/91 lyder som følger:

»For at sikre et mindstemål af ligelig beskyttelse såvel af selskabernes aktionærer som af deres kreditorer er det ganske særligt af betydning at samordne medlemsstaternes nationale bestemmelser om selskabernes stiftelse samt om opretholdelse, forhøjelse og nedsættelse af deres kapital.

[…]

Med henblik på de i artikel [44, stk. 2, litra g), EF], anførte mål er det nødvendigt, at medlemsstaternes lovgivninger ved kapitalforhøjelser og -nedsættelser sikrer overholdelsen og harmoniserer gennemførelsen af principperne til sikring af en lige behandling af aktionærer, der befinder sig i samme situation, og til beskyttelse af indehavere af fordringer, der allerede bestod før beslutningen om nedsættelse af kapitalen.«

5. Artikel 29 i direktiv 77/91 bestemmer følgende:

»1. Ved enhver forhøjelse af den tegnede kapital, der sker ved indskud i kontanter, skal aktierne fortrinsvis tilbydes aktionærerne i forhold til den del af kapitalen, som deres aktier repræsenterer.

[…]

4. Fortegningsretten kan ikke begrænses eller ophæves i vedtægterne eller stiftelsesoverenskomsten. Dette kan derimod ske ved en beslutning på generalforsamlingen. Selskabets direktion eller bestyrelse skal forelægge den pågældende generalforsamling en skriftlig beretning, som anfører årsagerne til begrænsningen eller ophævelsen af fortegningsretten og begrunder den foreslåede emissionskurs. Generalforsamlingen træffer afgørelse efter reglerne for beslutningsdygtighed og flertal i artikel 40. […]

[…]

6. Stk. 1-5 finder anvendelse på udstedelsen af alle værdipapirer, som kan konverteres til aktier, eller til hvilke der er knyttet en tegningsret til aktier, men ikke på selve

konverteringen af disse værdipapirer eller på udøvelsen af tegningsretten.«

6. Artikel 42 i direktiv 77/91 fastsætter følgende:

»Med henblik på gennemførelsen af dette direktiv skal medlemsstaternes lovgivninger sikre en lige behandling af aktionærer, der befinder sig i samme situation.«

kan aktionærer og indehavere af konvertible obligationer inden for den frist, der indrømmes dem hertil af selskabets direktion, og som for børsnoterede selskabers vedkommende ikke må være kortere end 15 dage og i alle andre tilfælde ikke kortere end en måned fra offentliggørelsen i *Boletín Oficial del Registro Mercantil* (handelsregisterets officielle tidende) af indbydelsen til aktietegning ved nyemissionen, udøve deres ret til tegning af en andel svarende til den pålydende værdi af de aktier, de allerede ejer, eller af dem, der svarer til værdien af deres konvertible obligationer, eller på dette tidspunkt udøve deres ret til konvertering [af de konvertible obligationer].«

B — *Nationale regler*

7. Direktiv 77/91 gennemførtes i spansk ret ved artikel 158, 159 og 293 i Real Decreto Legislativo 1564/1989 af 22. december 1989, som er en nyaffattelse af Ley de Sociedades Anónimas (aktieselskabsloven, herefter »LSA«).

8. Artikel 158, stk. 1, i LSA anerkender fortegningsretten i forbindelse med aktieselskabers kapitalforhøjelse ved emission af nye aktier:

»Ved kapitalforhøjelser gennem emission af nye almindelige aktier eller præferenceaktier

9. Artikel 159 i LSA regulerer ophævelsen af fortegningsretten i artikel 158:

»1. Såfremt selskabets interesse kræver det, kan generalforsamlingen i forbindelse med beslutning om kapitalforhøjelse vedtage en fuldstændig eller delvis ophævelse af fortegningsretten. For at vedtagelsen, som skal overholde bestemmelserne i artikel 144, kan være gyldig, kræves der ubetinget følgende:

a) Forslaget om ophævelse af fortegningsretten og arten af nyemissionen af aktier

skal anføres i indkaldelsen til generalforsamling.

b) På tidspunktet for indkaldelse til generalforsamling skal der i henhold til artikel 144, stk. 1, litra c), gives aktionærerne adgang til en af direktørerne udarbejdet indstilling, hvori de i detaljer begrunder forslaget og arten af nyemission med angivelse af de personer, aktierne skal overdrages til, samt en beretning, udarbejdet under ansvar af en revisor, som er forskellig fra selskabets revisor og er udpeget til dette formål af handelsregisterkontoret, omhandlende den passende værdi af selskabets aktier, den teoretiske værdi af de fortegningsrettigheder, som der er stillet forslag om at ophæve, og nøjagtigheden af oplysningerne i direktørernes indstilling.

c) Den pålydende værdi af de aktier, der skal udstedes, eventuelt med tillæg af et udstedelsesgebyr, skal svare til den passende værdi, der fremgår af revisorberetningen. Når det drejer sig om et børsnoteret selskab, skal der ved passende værdi forstås den markedsværdi, der kan fastsættes ud fra børsnoteringen, således at denne skal lægges til grund, medmindre andet kan bevises.

Som en afvigelse herfra kan generalforsamlingen i børsnoterede selskaber, så snart den har modtaget direktionens indstilling og revisorberetningen i henhold til litra b), i hvilke aktiernes nettoværdi skal være angivet, beslutte at udstede nye aktier til en hvilken som helst pris, under forudsætning af, at denne pris er højere end den nettoværdi, som ud fra revisorberetningen svarer hertil, således at generalforsamlingen kan nøjes med at behandle fastsættelsen af prisen.

[…]«

10. Artikel 293 i LSA regulerer retten til fortegning af konvertible obligationer:

»1. Selskabets aktionærer har fortegningsret til konvertible obligationer.

2. Samme ret har indehavere af konvertible obligationer fra tidligere emissioner i forhold til de for konvertering gældende regler.

3. Bestemmelserne i denne lovs artikel 158 finder anvendelse på fortegningsret til konvertible obligationer.«

III — Den administrative procedure

11. Med åbningsskrivelse af 15. marts 2004 gjorde Kommissionen den spanske regering opmærksom på nogle uoverensstemmelser i forbindelse med gennemførelsen af direktiv 77/91 i LSA.

12. I sin svarskrivelse af 10. marts 2004 bestred den spanske regering enhver uoverensstemmelse mellem den omhandlede lov og direktiv 77/91.

13. Kommissionen anså ikke dette svar for tilfredsstillende og besluttede at sende en begrundet udtalelse til den spanske regering dateret den 5. januar 2005. Her gav Kommissionen den spanske regering en frist på to måneder til at foretage de nødvendige ændringer i den nationale lovgivning.

14. Derefter fremsendte den spanske regering en skrivelse, affattet af dens økonomi- og finansministerium og dateret den 4. marts 2005, til Kommissionens adresse, hvori den tilbageviste Kommissionens krav.

15. Da Kommissionen ikke var tilfreds med den spanske regerings forklaringer, besluttede den at anlægge sag ved Domstolen.

IV — Proceduren for Domstolen og parternes påstande

16. Kommissionen har i sin stævning, indleveret til Domstolens Justitskontor den 4. august 2006, nedlagt følgende påstande:

— Det fastslås, at Kongeriget Spanien, idet det ikke korrekt har gennemført Rådets andet direktiv 77/91/EØF af 13. december 1976 om samordning af de garantier, der kræves i medlemsstaterne af de i artikel 58, stk. 2, i traktaten nævnte selskaber til beskyttelse af såvel selskabsdeltagernes som tredjemands interesser for så vidt angår stiftelsen af aktieselskabet samt bevarelsen af og ændringer i dets kapital, med det formål at gøre disse garantier lige byrdefulde, har tilsidesat de forpligtelser, der påhviler det i henhold til dette direktiv, navnlig i henhold til direktivets

a) artikel 42, sammenholdt med artikel 29, stk. 1 og 4, idet det tillader, at generalforsamlingen træffer beslutning om at udstede nye aktier uden fortegningsret til en urimeligt lav pris

b) artikel 29, stk. 1, idet det indrømmer ikke blot aktionærer, men også indehavere af konvertible obligationer, fortegningsret til aktier i tilfælde af en forhøjelse af den tegnede kapital, der sker ved indskud i kontanter

c) artikel 29, stk. 6, sammenholdt med artikel 29, stk. 1, idet det indrømmer ikke blot aktionærer, men også indehavere af konvertible obligationer, der hidrører fra tidligere emissioner, fortegningsret til konvertible obligationer

d) artikel 29, stk. 6, sammenholdt med artikel 29, stk. 4, idet det ikke foreskriver, at aktionærforsamlingen kan træffe beslutning om at udelukke fortegningsretten til konvertible obligationer.

— Kongeriget Spanien tilpligtes at betale sagens omkostninger.

17. Kongeriget Spanien har nedlagt følgende påstande:

— Frifindelse.

— Kommissionen tilpligtes at betale sagens omkostninger.

18. Kommissionen indleverede sin replik den 4. december 2006. Efter at have fået bevilget en fristforlængelse indgav den spanske regering sin duplik den 6. februar 2007 til Domstolen.

19. Ved kendelse af 18. januar 2007 truffet af Domstolens præsident fik Det Forenede Kongerige, Republikken Polen und Republikken Finland i henhold til procesreglementets artikel 93, stk. 1, tilladelse til at intervenere i sagen til støtte for Kongeriget Spanien. De har indgivet skriftlige indlæg.

20. Da ingen af procesdeltagerne har begæret, at der indledes en mundtlig forhandling, kunne forslaget til afgørelse i denne sag udarbejdes efter Domstolens almindelige møde den 29. april 2008.

V — Parternes anbringender og vigtigste argumenter

21. Kommissionen har i alt gjort fire anbringender gældende over for Kongeriget Spanien.

A — *Det første anbringende*

22. Med sit første anbringende har *Kommissionen* gjort gældende, at der er sket en tilsidesættelse af kravet i artikel 42 i direktiv 77/91 om lige behandling af aktionærer, idet artikel 159, stk. 1, litra c), i LSA i forbindelse med en kapitalforhøjelse tillader, at der fastsættes en emissionspris for nye aktier, der kan ligge betydeligt under deres markedsværdi, med samtidig ophævelse af fortegningsretten.

23. Kommissionen henviser nærmere til, at generalforsamlingen for et børsnoteret aktieselskab i henhold til artikel 159, stk. 1, litra c), i LSA kan beslutte udstedelse til en hvilken som helst pris, forudsat at denne pris ligger over den tilsvarende nettoværdi. Ifølge Kommissionen kan nettoværdien ligge 20% eller endda 80% under markedsværdien. Her henviser Kommissionen til ordninger i andre medlemsstater, som tillader, at emissionsprisen for nye aktier fastsættes til højst 5%-10% under markedsværdien.

24. Kommissionen slutter heraf, at artikel 159, stk. 1, litra c), i LSA er i strid med artikel 42 i direktiv 77/91, fordi den i børsnoterede selskaber tillader en åbenlys forskelsbehandling mellem de aktionærer, der har købt deres aktier til markedsværdi, og de nye aktionærer, som selskabet giver mulighed for at erhverve aktier til en pris, der ligger langt under markedsværdien (og derfor er »urimelig lav«).

25. *Kongeriget Spanien* har for det første gjort gældende, at der i LSA er fastsat betingelser for ophævelse af fortegningsretten, som egentlig er strengere end betingelserne i direktiv 77/91. Dels fastlægger LSA, hvilket også *Republikken Polen*, *Det Forenede Kongerige* og *Republikken Finland* har henvist til, en minimumsgrænse for emissionsprisen, som

aldrig må ligge under den nettoværdi, der svarer til aktierne. Dels bestemmes det i LSA, at selskabsdirektionens indstilling skal vedlægges en beretning fra en uafhængig revisor.

26. Kongeriget Spanien har anført, at Kommissionen med urette heraf slutter, at artikel 159, stk. 1, litra c), andet afsnit, i LSA tillader, at der fastsættes en »urimelig lav pris« i forhold til markedsværdien af de pågældende aktier. Stk. 1 begrænser sig rent faktisk til at opstille en afkræftelig formodning, ifølge hvilken den »passende værdi« af en aktie i et børsnoteret selskab svarer til dens »markedsværdi«. Alligevel kan generalforsamlingen fastsætte en emissionspris, der er lavere end »markedsværdien«, uden at prisen mister sin karakter af at være rimelig, hvis den i lyset af de nævnte beretninger synes velbegrundet.

27. *Kongeriget Spanien*, *Republikken Polen* og *Det Forenede Kongerige* har i øvrigt gjort gældende, at der ikke er mulighed for nogen forskelsbehandling mellem de eksisterende og de potentielle aktionærer, som indtræder i et børsnoteret selskab i forbindelse med en kapitalforhøjelse, da disse to kategorier af aktionærer ikke befinder sig i en sammenlignelig situation. På grund af børsnoteringen og fluktuationer på aktiemarkedet har enhver aktionær afhængigt af anskaffelsestidspunktet og den skiftende børsnotering erhvervet sine aktier til en pris, der er forskellig fra gang til gang. Det er derfor normalt, at mange aktionærer har erhvervet deres aktier til en pris, der ligger under eller over emissionsprisen.

28. Endvidere har både *Kongeriget Spanien* og *Republikken Polen* fremhævet det forhold, at artikel 159, stk. 1, litra c), i LSA kræver godkendelse fra generalforsamlingen med overholdelse af betingelserne for beslutningsdygtighed og flertal, der kræves til vedtægtsændringer.

29. *Det Forenede Kongerige* har desuden givet udtryk for den opfattelse, at der ikke kan være tale om en forskellig behandling, da prisen på en aktie blot er en økonomisk størrelse. Selv om man lægger en forskelsbehandling til grund, er denne berettiget på grund af selskabets finansielle interesse i en kapitalforhøjelse.

30. *Republikken Finland* er af den opfattelse, at der behøves en samlet vurdering af omstændighederne ved en nyudstedelse af aktier for at kunne bedømme, om der foreligger en forskelsbehandling.

31. *Republikken Polen* har givet udtryk for den opfattelse, at muligheden for at udstede nye aktier til en pris under markedsværdien ikke skal undersøges i lyset af påbuddet om ligebehandling, men med udgangspunkt i det princip, at et selskabs organer skal handle i selskabets interesse.

B — *Det andet anbringende*

32. Med sit andet anbringende har Kommissionen gjort gældende, at der er sket en tilsidesættelse af artikel 29, stk. 1, i direktiv 77/91, fordi artikel 158, stk. 1, i LSA ikke kun giver aktionærer, men også indehavere af konvertible obligationer fortegningsret til aktier ved en forhøjelse af den tegnede kapital, der sker ved indskud i kontanter.

33. Direktivets artikel 29, stk. 1, kræver, at de nye aktier »fortrinsvis tilbydes aktionærerne i forhold til den del af kapitalen, som deres aktier repræsenterer«. Da de konvertible obligationer ikke udgør en del af selskabets tegnede kapital, tillader den fortegningsret, som LSA giver indehaverne af de konvertible obligationer, ikke, at de nye aktier kan tilbydes aktionærerne i forhold til deres deltagelse i selskabet. En sådan bestemmelse er derfor ifølge Kommissionen i strid med det formål i direktivet, der går ud på at forhindre enhver risiko for en udvanding af aktionærernes andele i selskabet. En sådan foranstaltning er desuden heller ikke nødvendig for at beskytte interesserne hos indehaverne af konvertible obligationer.

34. *Kongeriget Spanien* har givet udtryk for den opfattelse, at en ordret fortolkning af artikel 29, stk. 1, i direktiv 77/91, som foreslået af Kommissionen, selv strider mod ordlyden i denne bestemmelse, da aktierne ifølge denne »fortrinsvis« skal tilbydes aktionærerne, hvilket ikke betyder, at aktierne i henhold til bestemmelsen »udelukkende« skal tilbydes aktionærerne. Hertil kommer, at direktivet intet siger om konvertible obligationer.

35. *Kongeriget Spanien* og *Republikken Polen* er derimod tilhængere af en teleologisk fortolkning af den foreliggende bestemmelse for at beskytte ikke blot indehaverne af konvertible obligationer, men på lige fod hermed også de potentielle nyaktionærer i selskabet og bevare værdien af de aktier, der er reserveret til dem. På denne måde forhindres det også, at udstederen kan have indflydelse på det (gunstige) tidspunkt for konverteringen.

36. Endelig henviser *Republikken Polen* til, at direktivet også har til formål at beskytte »tredjemand«, dvs. også sådanne personer, som i visse situationer kan sidestilles med aktionærer, som f.eks. indehavere af konvertible obligationer. Formålet med direktivet er også kun at yde en minimumsbeskyttelse, således at det er overladt til medlemsstaterne at udstede strengere beskyttelsesregler.

C — *Det tredje anbringende*

37. Kommissionen har konstateret, at artikel 293, stk. 2, i LSA strider mod artikel 29, stk. 1 og 6, i direktiv 77/91 af de samme grunde som i andet anbringende, for så vidt som den garanterer ikke blot aktionærer, men ligeledes indehavere af konvertible obligationer, der allerede tidligere er sat i omløb, en fortegningsret til konvertible obligationer.

38. *Kongeriget Spanien* og *Republikken Polen* refererer til de argumenter, de allerede gjorde gældende vedrørende det andet anbringende, og henviser til, at der ikke er nogen begrundelse for en ordret fortolkning af direktivet som den, Kommissionen har foretaget.

D — *Det fjerde anbringende*

39. Kommissionen har gjort gældende, at der er sket en tilsidesættelse af artikel 29, stk. 6, sammenholdt med artikel 29, stk. 4, i direktiv 77/91, idet LSA ikke indeholder nogen bestemmelse om, at generalforsamlingen kan træffe beslutning om ophævelse af retten til fortegningsret til konvertible obligationer.

40. Kommissionen henviser til, at artikel 293, stk. 3, i LSA ganske vist refererer til artikel 158 i LSA, men ikke indeholder nogen henvisning til artikel 159 i LSA, der netop rummer muligheden for ophævelse af fortegningsretten. Selv hvis en systematisk fortolkning ville muliggøre en ophævelse af aktionærers fortegningsret til konvertible obligationer, fremkalder artikel 293 i LSA i sin nuværende affattelse imidlertid tvivl og usikkerhed hos de enkelte aktionærer og kan dermed ikke anses for en korrekt gennemførelse af direktivet, navnlig fordi der ikke er ført noget bevis for, at

de spanske domstole rent faktisk følger en sådan systematisk fortolkning.

41. *Kongeriget Spanien* har gjort gældende, at en systematisk fortolkning af artikel 293 i LSA ikke kan føre til nogen anden konklusion end at generalforsamlingen har mulighed for at ophæve aktionærernes fortegningsret til konvertible obligationer, da enhver anden løsning er blottet for al logik.

42. *Republikken Finland* henviser til, at formålet med direktivet under alle omstændigheder kun er en minimumsharmonisering, og at selv om generalforsamlingen ikke kan ophæve aktionærernes fortegningsret til konvertible obligationer, ville dette ikke være i strid med direktiv 77/91.

VI — Retlig bedømmelse

A — *Indledende bemærkninger*

43. Der har indtil nu været 13 direktiver og forslag til direktiver, som har til formål at harmonisere den materielle selskabsret i medlemsstaterne [4]. Hertil hører direktiv 77/91 af 13. december 1976, som især tager sigte på at harmonisere medlemsstaternes regler om stiftelse af aktieselskab, men også om tilvejebringelse og bevarelse af aktieselskabets minimumskapital, og som derfor også kaldes »kapitaldirektivet« [5].

44. Med artikel 29, stk. 1, i direktiv 77/91 etableres aktionærernes fortegningsret ved kapitalforhøjelser på fællesskabsniveau. Man skal ganske vist huske på, at fortegningsretten i nogle medlemsstater kan se tilbage på en

4 — Med udgangspunkt i artikel 44, stk. 2, litra g), EF er der indtil nu på området for selskabsret i snæver forstand udstedt ti harmoniseringsdirektiver, som er gennemført i national lovgivning, jf. P. Kindler, *Münchener Kommentar zum BGB*, 4. oplag, 2006, bind 11, afsnit 33; P. Behrens, *Handbuch des EU-Wirtschaftsrechts*, bind 1, München, 2004, E. III, afsnit 10, s. 10; V. Trstenjak og M. Kocbek, *Evropsko pravo gospodarskih družb*, Ljubljana, 2004, s. 31-50.

5 — Direktiv 77/91's afgørende betydning ligger for det første i, at det kontinentaleuropæiske princip om fast kapital er blevet indført i hele Fællesskabet: Da aktionærer ikke er personligt ansvarlige for selskabets gæld, skal selskabet for at beskytte kreditorerne råde over en minimumskapital, som derudover er sikret ved hjælp af strenge bestemmelser om kapitalvedligeholdelse. Direktivet fastsætter derfor ikke kun regler om minimumsbeløb for kapitalen, men også og især om de nærmere betingelser for indbetaling af indskud i kontanter eller naturalier, selskabets erhvervelse af egne aktier, inddragelse af aktier og ændringer i kapitalen i form af kapitalforhøjelse eller kapitalnedsættelse. Direktivet har imidlertid, også for så vidt som det regulerer tilvejebringelsen og bevarelsen af garantikapital, ikke udelukkende til formål at beskytte kreditorerne. Som det fremgår af anden og femte betragtning til direktivet, lægger dette snarere vægt på at beskytte aktionærerne. Dette formål tilgodeses især af bestemmelserne om generalforsamlingens deltagelse i foranstaltninger vedrørende kapitalen og om informationspligten ved store tab, indførelsen af en fortegningsret for aktionærer ved kapitalforhøjelser og knæsættelse af princippet om ligebehandling. Derudover indeholder direktivet regler om vigtige spørgsmål i forbindelse med stiftelse af et aktieselskab. Her skal særligt fremhæves bestemmelserne om, hvad vedtægterne, stiftelsesoverenskomsten eller et særskilt dokument skal indeholde som et minimum, jf. M. Habersack, *Europäisches Gesellschaftsrecht*, 3. oplag, München, 2006, afsnit 3 og 4, s. 129 f; M. Lutter, *Europäisches Unternehmensrecht*, 4. oplag, Berlin, 1996, s. 109 f.

lang retstradition, som starter omkring midten af det 19. århundrede [6]. I den retssammenlignende litteratur antages det i almindelighed, at denne rettighed stammer fra Det Forenede Kongeriges retsorden, dog således, at udviklingen i Tysklands, Frankrigs og Italiens retssystemer siden midten af det 20. århundrede har haft en betydelig indflydelse på den, i hvert fald i europæisk kontekst [7]. Den harmonisering af medlemsstaternes selskabsret, der er forbundet med direktiv 77/91, har på sin side medført, at andre medlemsstater, som indtil da enten ikke kendte til denne rettighed i deres retsordener eller i hvert fald ikke tillagde den nogen præceptiv karakter, var tvunget til at overtage fortegningsretten, hvad der har bidraget væsentligt til dens udbredelse og ensartethed også uden for Den Europæiske Unions grænser.

45. Fortegningsretten giver aktionæren ved kapitalforhøjelser et retskrav på en del af de nye aktier svarende til hans nuværende andel og gør det muligt for ham at opretholde sin samlede forholdsmæssige andel [8]. Dermed får aktionæren ret til at deltage i samme procentuelle omfang som tidligere i selskabets aktiekapital. Den traditionelle opfattelse betragter af denne grund aktionærernes fortegningsret som en effektiv mekanisme til at beskytte de enkelte aktionærer og mindretalsaktionærer mod, at de stilles ringere på grund af udstedelsen af nye aktier i forbindelse med kapitalforhøjelsen. Hertil hører tabet af aktionærrettigheder af økonomisk art (f.eks. reduktion af kravet på dividende) og af politisk art, bl.a. i form af medbestemmelsesrettigheder (f.eks. begrænsning af stemmeret) samt øvrige ikke-økonomiske rettigheder (f.eks. ret til oplysning og ret til at indkalde til generalforsamling) [9].

6 — For en gennemgang af udviklingen af fortegningsretten i retsordenerne i Tyskland, Italien, Frankrig, Det Forenede Kongerige, Belgien, Portugal og Schweiz se D. Vásquez Albert, »El derecho de suscripción preferente en Europa«, *Revista de derecho de sociedades*, nr. 11, 1999, s. 79-131.

7 — Se D. Vásquez Albert, »El derecho de suscripción preferente en el Derecho Comunitario«, *Revista de derecho mercantil*, nr. 230, 1998, s. 1693. Den tyske aktieselskabslov har haft en betydelig indflydelse både på opbygningen og på det normative indhold af direktiv 77/91, hvilket har forårsaget visse vanskeligheder ved gennemførelsen for de medlemsstater, der hører til *common law*-retstraditionen, jf. V. Trstenjak og M. Kocbek, nævnt ovenfor i fodnote 4, s. 34; J.N. Schutte-Venstra, *Harmonisatie van het kapitaalbeschermingsrecht in de EEG*, Apeldoorn, 1991, s. 16.

8 — J. Natterer, *Kapitalveränderung der Aktiengesellschaft, Bezugsrecht der Aktionäre und sachlicher Grund*, Bielefeld, 2000, s. 8; K.-N. Peifer, nævnt ovenfor i fodnote 3, § 186 AktG, afsnit 16; *Lamy Sociétés Commerciales*, udgivet af Jacques Mestre og Dominique Velardocchio, Rueil-Malmaison, 2008, s. 1835. Se dom af 19.11.1996, sag C-42/95, Siemens, Sml. I, s. 6017, præmis 19, hvor Domstolen går ind på fortegningsretsprincippets formål, som er at forhindre en reduktion af aktionærernes procentuelle andel af selskabets aktiekapital.

9 — I samme retning K. Grechenig, »Discriminating Shareholders through the Exclusion of Pre-emption Rights?«, *European company and financial law review*, bind 4, 2007, nr. 4, s. 577. P. Yanes Yanes, »Derecho de suscripción preferente«, *Diccionario de Derecho de Sociedades*, udgivet af Carmen Alonso Ledesma, Madrid, 2006, s. 511, og P. Davies, *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*, 7. oplag, London, 2003, s. 631 ff., påpeger, at fortegningsretten opfylder to funktioner. For det første skal den beskytte aktionæren mod en udvanding af hans finansielle andel af selskabet. For det andet skal denne rettighed sikre ham mod at miste sin indflydelse på selskabets liv. A. Pisani Massamormile, »Aumento del capitale sociale«, *Armonie e disarmonie nel diritto comunitario delle società di capitali*, bind 1, Milano, 2003, s. 714, skelner mellem fortegningsrettens styringsrelaterede funktion, der hænger sammen med hver enkelt aktionærs stemmevægt, og dens formuerelaterede funktion, der har at gøre med hver enkelt aktionærs ret til at få del i overskuddet.

46. Direktiv 77/91 overtager disse retsprincipper, idet det sikrer, at aktionærernes og tredjemands rettigheder respekteres, især i forbindelse med stiftelsen af et selskab og forhøjelse og nedsættelse af dets kapital. Svarende til målsætningerne i retsgrundlaget for direktivet i artikel 44, stk. 2, litra g), EF garanterer fortegningsretten et minimum af beskyttelse for aktionærer i alle medlemsstater [10].

B — *Gennemgang af anbringenderne*

1. Første anbringende

47. For så vidt angår den processuelle fordeling af pligten til at redegøre for sagen og bevisbyrden skal det påpeges, at det under en traktatbrudssag i henhold til artikel 226 EF påhviler Kommissionen at godtgøre, at der foreligger en tilsidesættelse af fællesskabsretten. Desuden skal den forelægge Domstolen de omstændigheder, som er nødvendige for, at Domstolen kan efterprøve, om der foreligger et traktatbrud, og Kommissionen kan ikke påberåbe sig nogen formodning herfor [11]. Det er så den sagsøgte medlemsstats opgave konkret og detaljeret at gendrive de forelagte forhold og de heraf følgende virkninger [12].

48. Med sit første anbringende har Kommissionen gjort gældende, at der er sket en tilsidesættelse af påbuddet i artikel 42 i direktiv 77/91 om ligebehandling af aktionærerne, sammenholdt med direktivets artikel 29, stk. 1 og 4. Kommissionen anser det for en tilsidesættelse af de nævnte fællesskabsbestemmelser, at den omtvistede nationale ordning i artikel 159, stk. 1, litra c), i LSA i forbindelse med en kapitalforhøjelse, hvor fortegningsretten er ophævet, tillader fastsættelse af en emissionspris for nye aktier, som kan ligge betydeligt under disses markedsværdi.

49. I artikel 159, stk. 1, litra c), i LSA fastsættes visse betingelser for en ophævelse af fortegningsretten. Det kræves, at prisen for

10 — Dom af 30.5.1991, forenede sager C-19/90 og C-20/90, Karella, Sml. I, s. 2691, præmis 25 og 30, og af 24.3.1992, sag C-381/89, Epas, Sml. I, s. 2111, præmis 27 og 32.

11 — Dom af 12.5.2005, sag C-287/03, Kommissionen mod Belgien, Sml. I, s. 3761, præmis 27, af 14.4.2005, sag C-341/02, Kommissionen mod Tyskland, Sml. I, s. 2733, præmis 35, af 29.5.2001, sag C-263/99, Kommissionen mod Italien, Sml. I, s. 4195, præmis 27, af 8.3.2001, sag C-68/99, Kommissionen mod Tyskland, Sml. I, s. 1865, præmis 38, af 23.10.1997, sag C-159/94, Kommissionen mod Frankrig, Sml. I, s. 5815, præmis 102, og af 25.5.1982, sag 96/81, Kommissionen mod Nederlandene, Sml. s. 1791, præmis 6.

12 — Dom af 22.9.1988, sag 272/86, Kommissionen mod Grækenland, Sml. s. 4875, præmis 21.

de aktier, der udstedes, svarer til en »passende værdi«, som det fremgår af den i artikel 159, stk. 1, litra b), i LSA nævnte beretning fra direktionen. Ved børsnoterede selskaber skal der principielt lægges vægt på kursværdien, medmindre en anden værdi kan begrundes.

50. Som Kommissionen har konstateret, indeholder artikel 159, stk. 1, litra c), andet afsnit, i LSA dog en vigtig undtagelse for børsnoterede selskaber, ifølge hvilken generalforsamlingen kan vedtage udstedelsen til en hvilken som helst pris, forudsat at denne ligger over værdien af dens andel af selskabsformuen. Kommissionen henviser i den forbindelse til, at værdien af en aktie kan være betydeligt lavere end dens kursværdi, en værdi, som LSA selv lægger til grund som svarende til aktiens markedsværdi og dermed til dens »passende værdi«. Kommissionen slutter heraf, at den spanske lovgiver har givet generalforsamlingen en udtrykkelig beføjelse til efter forgodtbefindende og med ophævelse af fortegningsretten at udstede nye aktier under markedsværdien og dermed under den værdi, som den spanske lovgiver har vurderet som »passende«.

51. Kommissionen betragter denne ordning som en åbenlys diskriminering af de aktionærer, der har erhvervet deres aktier til markedsværdien, i forhold til de nye aktionærer, der har erhvervet deres under markedsværdien. Efter Kommissionens opfattelse medfører dette en økonomisk ulempe for de førstnævnte, for så vidt som de tvinges til at acceptere en reduktion eller en udvanding af værdien af deres aktier, betinget af den »rabat«, som de nye aktionærer har fået.

52. Mod Kommissionens anbringende kan man imidlertid indvende, at ordningen i artikel 159, stk. 1, litra c), andet afsnit, i LSA, uanset hvor betænkelig den end kan forekomme ved første blik ud fra et aktionærbeskyttelsessynspunkt [13], ikke strider mod bestemmelserne i direktiv 77/91.

53. Som nævnt i de indledende bemærkninger, har direktiv 77/91 kun til formål at yde aktionærer en minimumsbeskyttelse i hele Fællesskabet. Dette følger for det første af det normative indhold i direktivets retsgrundlag, og for det andet af anden betragtning til direktivet, hvori det hedder, at »for at sikre et

13 — K. Grechenig, *Spanisches Aktien- und GmbH-Recht — Das einstufige Verwaltungssystem in Beziehung zur Hauptversammlung und zu Gesellschafterrechten*, Wien, 2005, s. 136, betegner ordningen i LSA's artikel 159, stk. 1, litra c), andet afsnit, som betænkelig ud fra et aktionærbeskyttelsessynspunkt og henviser til den foreliggende traktatbrudssag mod Kongeriget Spanien, uden dog heraf at udlede en diskriminerende behandling af aktionærerne.

mindstemål af ligelig beskyttelse […] af selskabernes aktionærer […], er det ganske særligt af betydning at samordne medlemsstaternes nationale bestemmelser om […] forhøjelse […] af deres kapital« [14].

54. Desuden skal det fastslås, at direktiv 77/91 ikke indeholder nogen bestemmelser, der forpligter til at udstede nye aktier til »markedspris« eller ligefrem til en »rimelig pris«. Dette er så meget desto mere bemærkelsesværdigt, som direktiv 77/91 i øvrigt indeholder udførlige regler, f.eks. om aktieselskabers etablering.

55. Som den eneste bestemmelse i direktivet, der behandler emissionsprisen for aktier og således udviser en vis relevans for den foreliggende sag, kan man anføre artikel 8, ifølge hvilken »[a]ktier […] ikke [kan] udstedes for et beløb, der er lavere end den pålydende værdi eller, ved aktier uden pålydende værdi, den bogførte pariværdi«. Derimod siger direktivet, som Det Forenede Kongeriges regering med rette anfører, intet om den pris, de nye aktier skal tilbydes til ved en kapitalforhøjelse.

56. Af artikel 29, stk. 4, i direktiv 77/91 følger kun, at direktionen eller bestyrelsen skal forelægge generalforsamlingen en skriftlig beretning, som »begrunder den foreslåede emissionskurs«. Den endegyldige beslutning om fastsættelse af emissionsprisen overlader artikel 29, stk. 4, i direktiv 77/91 således til generalforsamlingen [15] uden at opstille yderligere krav.

57. Desuden synes bestemmelsen i artikel 159, stk. 1, litra c), andet afsnit, i LSA ikke at rumme nogen form for forskelsbehandling af aktionærer. Påbuddet om ligebehandling i artikel 42 i direktiv 77/91 svarer i sit normative indhold til et forbud mod forskelsbehandling, som ifølge Domstolens

14 — D. Vásquez Albert, nævnt ovenfor i fodnote 7, s. 1714, påpeger, at de nationale retsordener generelt indeholder strengere ordninger end fællesskabsretten. Efter forfatterens opfattelse tillader direktiv 77/91's karakter af en minimumsbeskyttelsesnorm, at medlemsstaterne vedtager strengere ordninger. J. Natterer, »Bezugsrechtsausschluss und zweite gesellschaftsrechtliche Richtlinie«, *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, 1995, s. 1483, anser ligeledes direktiv 77/91 for minimumsbeskyttelsesnorm og lægger her særlig vægt på anden betragtning.

15 — I henhold til artikel 25, stk. 1, i direktiv 77/91 skal enhver kapitalforhøjelse vedtages af generalforsamlingen.

faste praksis indebærer, at ensartede forhold ikke må behandles forskelligt, og at forskellige forhold ikke må behandles ensartet, medmindre en sådan behandling er objektivt begrundet [16].

58. Kommissionen er af den opfattelse, at artikel 159, stk. 1, litra c), andet afsnit, i LSA ikke sikrer en ensartet behandling af de allerede eksisterende aktionærer i forhold til de nye aktionærer. Med andre ord lægger den i den foreliggende sag åbenbart til grund, at det drejer sig om ensartede forhold, der behandles forskelligt. Det skal dog påpeges, at Kommissionen kun tilsyneladende støtter sit første anbringende [17] på en formodet forskelsbehandling, mens hovedvægten i dens argumentation ligger på fremstillingen af de potentielt negative økonomiske følger for de gamle aktionærer af en aktieudstedelse under markedsværdi [18]. Dermed forsømmer den i tilstrækkelig konkret form at redegøre for, hvorvidt de allerede eksisterende aktionærer og de nye aktionærer befinder sig i samme situation. Dette spørgsmål er så meget desto vigtigere, som artikel 42 i direktiv 77/91 kræver, at medlemsstaternes lovgivninger sikrer en lige behandling af aktionærer, der »befinder sig i samme situation«. Der mangler således en uddybende undersøgelse fra Kommissionens side af, om den første betingelse i ligebehandlingsprincippet [19] er opfyldt. Dette kritiseres med rette både af den spanske og den britiske regering.

59. Kommissionen har således ikke på nogen måde godtgjort, at påbuddet om ligebehandling i artikel 42 i direktiv 77/91 finder anvendelse på den foreliggende sag. Den blotte kritik af en national ordning, der under visse omstændigheder kan være økonomisk ufordelagtig — hvilket Kommissionen i øvrigt heller ikke har ført noget bevis for ud fra konkrete forhold — kan ikke erstatte en redegørelse eller et bevis for eksistensen af en sagligt set ubegrundet forskelsbehandling af sammenlignelige forhold. På dette punkt har Kommissionen ikke løftet sin bevisbyrde og opfyldt sin pligt til at redegøre for sagen.

60. Bortset herfra er det på forhånd problematisk, om ligebehandlingsklausulen i artikel 42 i direktiv 77/91 på grund af dens ret vage normative indhold [20] kan anvendes på

16 — Dom af 27.3.1980, forenede sager 66/79, 127/79 og 128/79, Salumi m.fl., Sml. s. 1237, præmis 14, af 20.9.1988, sag 203/86, Spanien mod Rådet, Sml. s. 4563, præmis 25, af 17.4.1997, sag C-15/95, EARL de Kerlast, Sml. I, s. 1961, præmis 35, af 13.4.2000, sag C-292/97, Karlsson m.fl., Sml. I, s. 2737, præmis 39, af 6.3.2003, sag C-14/01, Niemann, Sml. I, s. 2279, præmis 49, og af 22.6. 2006, sag C-182/03, Belgien mod Kommissionen, Sml. I, s. 5479, præmis 170.

17 — Jf. punkt 34 i svarskriftet.

18 — Jf. punkt 23 i stævningen og punkt 10 og 22 i svarskriftet.

19 — Ifølge M. Rossi, i Calliess og Ruffert, udg., *Kommentar zu EUV/EGV*, 3. oplag, 2007, artikel 20 Grundrechtecharta, afsnit 19, s. 2629, er det generelle ligebehandlingsprincip kendetegnet ved, at det undersøges i to eller tre trin: Det skal altid i første omgang fastslås, om der foreligger en forskelsbehandling af ensartede forhold eller en ligebehandling af forskellige forhold. På det følgende trin skal det så undersøges, om denne forskelsbehandling (respektive ligebehandling) muligvis er begrundet. I visse situationer foretages der en sammenlignende undersøgelse.

20 — K. Grechenig, nævnt ovenfor i fodnote 9, s. 581, beklager det vage normative indhold af ligebehandlingsklausulen i artikel 42 i direktiv 77/91. W. Hefermehl og E. Bungeroth, *Aktiengesetz*, bind 1, München, 1984, § 53 a, afsnit 13, s. 14, kritiserer den manglende præcision i denne bestemmelse. S. Grundmann, *Europäisches Gesellschaftsrecht*, Heidelberg, 2004, afsnit 325, s. 146, erklærer om dogmatikken i denne klausul, at påbuddet om ligebehandling ganske vist især gælder for kapitalspørgsmål, men er formuleret alment. Derfor skal det konkretiseres ved hjælp af detaljerede regler.

en så specifik situation som fastsættelsen af emissionsprisen for nye aktier i forbindelse med en kapitalforhøjelse.

61. Hertil kommer, at princippet om ligebehandling af aktionærer, der er anerkendt i adskillige medlemsstaters retsorden, efter den altovervejende opfattelse ikke fortolkes således, at selskabet er forpligtet til at behandle aktionærerne ens, men derimod forstås således, at en forskellig behandling kræver en tilstrækkelig objektiv begrundelse [21]. Kommissionens ønske om ikke at tillade, at emissionsprisen for de nye aktier fastsættes til under den pris, de eksisterende aktionærer har erhvervet aktierne til, går i den sidste ende ud på en nøje gennemførelse af påbuddet om ligebehandling, der, som allerede påvist, af mangel på entydige retlige bestemmelser hverken kræves i henhold til direktivet eller svarer til virkeligheden i selskaberne, eftersom værdien af og dermed prisen på et børsnoteret selskabs aktier altid vil variere afhængig af den skiftende udvikling på aktiemarkedet.

62. Som den spanske regering og Det Forenede Kongeriges regering med rette har fremført, medfører dette forhold, at enhver aktionær, afhængigt af erhvervelsestidspunktet og børsnoteringen på det pågældende tidspunkt, har erhvervet sine aktier til en pris, der varierer fra gang til gang. Der vil derfor altid være aktionærer, som har erhvervet deres aktier til en pris, der enten er lavere eller højere end emissionsprisen. Af denne grund kan man ikke hævde, at alle aktionærer befinder sig i samme situation. Desuden skal der tages hensyn til den omstændighed, at prisen på aktier afhænger af mange økonomiske faktorer, f.eks. af et bestemt selskabs økonomiske udvikling, men også af tilstanden i den globale økonomi. Den afgørende indflydelse på prisen kommer dog fra udviklingen på markedet, dvs. fra udbud og efterspørgsel. De forskelle, der viser sig mellem gamle og nye aktionærer hvad angår den pris, de har erhvervet aktierne til, skal derfor ikke henføres til en forskelsbehandling, som må tillægges selskabet [22], men er resultatet af en for finansmarkeder karakteristisk udvikling.

21 — W. Hefermehl og E. Bungeroth, nævnt ovenfor i fodnote 20, § 53 a, afsnit 13 og 14, s. 14, henviser vedrørende ordlyden i § 53 a i [den tyske] aktieselskabslov, »unter gleichen Voraussetzungen« (»under samme forudsætninger«), hvormed artikel 42 i direktiv 77/91 gennemføres i tysk lovgivning, til, at denne bestemmelse giver plads til sagligt begrundede differentieringer. På den måde undgår man en virkelighedsfremmed stivhed i ligebehandlingspåbuddet. Forfatterne fortolker derfor denne regel som et forbud mod vilkårlighed. Tilsvarende også S. Grundmann, nævnt ovenfor i fodnote 20, afsnit 325, s. 146; E. Bujalka, *Der Schutz von Minderheitsaktionären bei Umstrukturierungen im deutschen und slowakischen Aktienrecht*, Frankfurt am Main, 2006, s. 56; M.J. Castellano Ramírez, »Aumento del capitale sociale«, *Armonie e disarmonie nel diritto comunitario delle società di capitali*, bind 1, Milano, 2003, s. 837. Som D. Vásquez Albert, *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas*, udgivet af Ignacio Arroyo og José Miguel Embid, bind II, artikel 159, s. 1671 f., forklarer, står ligebehandlingspåbuddet ikke udtrykkeligt i den spanske aktieselskabslov, men er hovedsageligt udviklet af retslæren med udgangspunkt i retsprincippet i artikel 42 i direktiv 77/91. Efter forfatterens mening kræver ligebehandlingspåbuddet ikke, at alle aktionærer behandles ens. Det forbyder blot en vilkårlig eller diskriminerende forskelsbehandling, derimod ikke en sagligt begrundet forskelsbehandling. Forfatteren er af den opfattelse, at der f.eks. ville foreligge en tilsidesættelse af ligebehandlingspåbuddet i forbindelse med en kapitalforhøjelse, hvis en del af de nye aktier kun blev udstedt til en del af aktionærerne med udelukkelse af de øvrige aktionærer og aktier.

22 — Denne forskelsbehandling er imidlertid en betingelse for anvendelsen af det ligebehandlingspåbud, der gælder for aktieselskaber, idet påbuddet principielt kun gælder for de selskabsmæssige relationer mellem et aktieselskab og dets aktionærer, jf. W. Hefermehl og E. Bungeroth, nævnt ovenfor i fodnote 20, § 53 a, afsnit 19, s. 16.

63. Hvad angår den af Kommissionen kritiserede mulighed for at fastsætte emissionsprisen for nye aktier også under markedsværdien, skal det for det første indvendes, at dens argumentation er præget af ensidighed, for efter alt at dømme har Kommissionen lagt til grund, at der kun kan tænkes en forskelsbehandling mellem gamle og nye aktionærer, hvis den pris, de eksisterende aktionærer har erhvervet deres aktier til, nøjagtigt svarer til markedsværdien, mens det kun er de nye aktionærer, der nyder godt af et prisnedslag. Derimod udtaler Kommissionen sig ikke om en eventuel anvendelse af ligebehandlingsprincippet på de ligeledes mulige varianter, at tredjemand erhverver de nye aktier til en pris, der endda ligger over markedsværdien, eller at de gamle aktionærer selv har erhvervet deres aktier under markedsværdien.

64. Derudover skal det tages i betragtning, at det ikke kun i henhold til den omtvistede spanske ordning, men også ifølge de bestemmelser, der er gældende i andre medlemsstater, er fuldt lovligt at fastsætte emissionsprisen for nye aktier også under markedsværdien, hvilket Kommissionen udtrykkeligt anerkender i sin replik [23]. Dette gælder f.eks. for lovgivningen i Tyskland [24], Frankrig [25], Italien [26], Slovenien [27] og Det Forenede Kongerige [28].

65. Endvidere fortjener det argument, der er fremført både af den spanske og af den polske regering, at blive taget i betragtning, nemlig at direktiv 77/91 og LSA så afgjort rummer

23 — Se punkt 16 i svarskriftet.

24 — Ifølge § 186, stk. 3, fjerde punktum, i aktieselskabsloven (Aktiengesetz) må den pålydende værdi »ikke være væsentligt lavere end« børskursen. Aktieselskabslovens § 255, stk. 1, tillader anfægtelse af en kapitalforhøjelse, der sker mod indskud. Ifølge denne bestemmelse kan anfægtelsen, når fortegningsretten helt eller delvist er frataget aktionærerne, også støtte sig på, at den pålydende værdi, der fremgår af beslutningen om kapitalforhøjelse, eller den minimumsgrænse, under hvilken de nye aktier ikke må udstedes, er »urimelig lav«. Deraf kan det sluttes, at et prisnedslag inden for snævre grænser absolut er muligt ifølge tysk ret; i samme retning M. Schlitt og O. Seiler, »Aktuelle Rechtsfragen bei Bezugsrechtsemissionen«, *Wettbewerb in Recht und Praxis*, 2003, hæfte 45, s. 2176.

25 — Artikel 7 i dekret nr. 2005-112 af 10.2.2005 om ændring af artikel 155-5 i dekret nr. 67-236 af 23.3.1967 vedrørende handelsselskaber og de af handelsselskaber udstedte værdipapirer (*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 af 12.2.2005, s. 2404, tekst nr. 30) bestemmer, at emissionsprisen mindst skal svare til gennemsnitsværdien af børsnoteringerne for de tre sidste børsdage før fastsættelsen, eventuelt »under hensyntagen til et nedslag på højst 5%«.

26 — Artikel 2441, stk. 6, i den italienske lovbog (*Codice Civile)* bestemmer, at emissionsprisen skal tage hensyn til børsnoteringen for de sidste seks måneder.

27 — I henhold til artikel 400, stk. 2, i den slovenske lov om handelsselskaber (*Zakon o gospodarskih družbah*) kan anfægtelsen også støtte sig på, at den pålydende værdi, der fremgår af beslutningen om kapitalforhøjelse, eller den minimumsgrænse, under hvilken de nye aktier ikke må udstedes, er »urimelig lav«, se M. Kocbek, *Veliki komentar Zakona o gospodarskih družbah / ZGD-1*, udg. af Marijan Kocbek, 2. bind, Ljubljana, 2007, artikel 400, s. 738 f.

28 — I henhold til »guidelines« fra den såkaldte »pre-emption group«, hvortil Londons Børs og diverse børsnoterede selskaber og banker hører, er prisnedslag på 5% af markedsværdien som regel tilladte. Større nedslag er dog ikke udelukket, se P. Myners, *Pre-emption rights on a public company's ability to raise new capital*, 8.2.2005, s. 47, der kan findes på http://www.berr.gov.uk/files/file28436.pdf. Disse »guidelines« er ganske vist ikke retligt bindende, dog bliver de for det meste fulgt, se Gower and Davies, *The Principles of Modern Company Law*, 7. oplag, London, 2003, s. 637.

garantier mod, at der fastsættes en emissionspris, som ligger for langt under markedsværdien. Som allerede nævnt overlader direktiv 77/91 denne afgørelse til generalforsamlingen [29]. I henhold til artikel 29, stk. 4, i direktiv 77/91 skal selskabets direktion eller bestyrelse til dette formål forelægge den pågældende generalforsamling en skriftlig beretning, som anfører årsagerne til begrænsningen eller ophævelsen af fortegningsretten og begrunder den foreslåede emissionskurs. Artikel 159 i LSA går imidlertid længere end disse fællesskabsretlige bestemmelser, idet den yderligere stiller krav om en beretning udarbejdet af en revisor, som er særligt udpeget til dette formål af Handelsregisteret. Beretningen skal indeholde følgende punkter: 1) en vurdering af rimeligheden af aktieværdien, 2) en vurdering af de ophævede fortegningsrettigheder, og 3) en kontrol af nøjagtigheden af angivelserne i direktionens indstilling.

66. I modsætning til, hvad Kommissionen har gjort gældende, er det ikke fuldstændig overladt til generalforsamlingens skøn at træffe afgørelse om ophævelse af fortegningsretten og udstedelsens art. Ligesom kravet om forelæggelse af en skriftlig beretning i henhold til artikel 29, stk. 4, i direktiv 77/91 tilsigter de yderligere krav om forelæggelse af en beretning, som den nationale lovgivning har indført, nemlig at sikre, at der i aktionærernes og kreditorernes interesse gives en saglig begrundelse for beslutningen [30]. Generalforsamlingen skal derfor i aktionærernes egen interesse nødvendigvis træffe denne beslutning på grundlag af den forelagte beretning, uafhængigt af spørgsmålet om, hvorvidt beretningen er juridisk bindende eller ej. Derfor tjener de strenge krav, der stilles til udstedelse af nye aktier [31] i artikel 159 i LSA, til at beskytte aktionærerne og kan ikke affejes som rene procedureregler [32]. Tværtimod må de anses for yderligere garantier mod, at der fastsættes en urimelig lav emissionspris.

29 — Jf. punkt 56 i nærværende forslag til afgørelse.

30 — Således også F. Bagel, *Der Ausschluss des Bezugsrechts in Europa*, Köln, 1999, s. 352, ifølge hvem artikel 29, stk. 4, i direktiv 77/91 ved at indføre beretningspligten forudsætter, at der gives en saglig begrundelse for generalforsamlingens beslutning.

31 — Efter min opfattelse er disse bestemmelser forenelige med fællesskabsretten, da de fastsætter strengere betingelser til beskyttelse af aktionærernes fortegningsret. Dette er i henhold til Domstolens praksis en betingelse i direktiv 77/91 for, at medlemsstaterne kan indføre strengere regler. Dette fremgår af dommen i sagen Siemens mod Nold, nævnt ovenfor i fodnote 8, præmis 22. Genstanden for sagen var en præjudiciel anmodning fra den tyske Bundesgerichtshof, i hvilken den spurgte Domstolen om, hvorvidt Bundesgerichtshofs hidtidige retspraksis vedrørende ophævelse af fortegningsretten var i overensstemmelse med fællesskabsretten. Bundesgerichtshof havde siden 1978, dvs. efter at direktiv 77/91 var trådt i kraft, krævet, at der skete en afvejning af mindretallets og flertallets interesser, og havde opstillet det krav, at ophævelsen af fortegningsretten skulle være nødvendig og forholdsmæssig. Dette spørgsmål besvarede Domstolen bekræftende med henvisning til forenligheden med direktivets beskyttelsesformål.

32 — I samme retning også K. Grechenig, nævnt ovenfor i fodnote 13, s. 135-137, af hvem bestemmelserne i artikel 159 i LSA vedrørende ophævelse af fortegningsretten, kravet om, at selskabet forelægger generalforsamlingen en skriftlig beretning, og fastsættelsen af emissionsprisen henregnes til aktionærbeskyttelsen. F. Bagel, nævnt ovenfor i fodnote 29, s. 353, påpeger, at medlemsstaterne har opstillet yderligere formelle og materielle betingelser for ophævelse af fortegningsretten ud over dem, der er anført i artikel 29, stk. 4, i direktiv 77/91. Efter hendes opfattelse strider de forhøjede krav til beretningspligten og de yderligere beretninger imidlertid ikke mod direktivet, men bidrager netop til en forstærket beskyttelse af aktionærerne og tillige af kreditorerne. Dette svarer også til opfattelsen hos H. Henze, »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, ifølge hvilken indholdet af artikel 29, stk. 4, i direktiv 77/91 ikke begrænser sig til en regulering af formelle aspekter, men også tager hensyn til materielle omstændigheder, der tjener til at beskytte mindretalsaktionærerne, ved at forpligte direktionen til at forelægge generalforsamlingen en skriftlig beretning om grundene til ophævelsen af fortegningsretten i forbindelse med en kontant forhøjelse af kapitalen og at redegøre for det foreslåede emissionsbeløb.

67. På baggrund heraf kan jeg ikke se, hvorledes artikel 159 i LSA skulle kunne være i strid med artikel 42, sammenholdt med artikel 29, stk. 1 og 4, i direktiv 77/91.

68. Derfor skal det første anbringende forkastes som ugrundet.

2. Det andet anbringende

69. Med sit andet anbringende har Kommissionen gjort gældende, at der er sket en tilsidesættelse af artikel 29, stk. 1, i direktiv 77/91, med den begrundelse, at artikel 158, stk. 1, i LSA indrømmer ikke blot aktionærer, men også indehavere af konvertible obligationer fortegningsret til aktier i forbindelse med en forhøjelse af den tegnede kapital, der sker ved indskud i kontanter.

70. Kommissionen har ret i, at i det omfang artikel 158, stk. 1, i LSA også indrømmer indehavere af konvertible obligationer en fortegningsret i modsætning til artikel 29, stk. 1, i direktiv 77/91, der kun tager hensyn til aktionærerne [33], må det i hvert fald efter ordlyden at dømme konstateres, at dette går imod bestemmelsen i direktivet [34], hvilket tyder på en tilsidesættelse af fællesskabsretten.

71. Den spanske regering indrømmer ganske vist denne modsætning i ordlyden [35], men indvender herimod, at artikel 29, stk. 1, i direktiv 77/91 taler om, at nye aktier »fortrinsvis« skal tilbydes aktionærerne, og ikke »udelukkende«. Desuden afviser den spanske regering en fortolkning, der er knyttet til ordlyden, og gør sig i stedet til talsmand for en fortolkning, der bygger på formålene med direktiv 77/91 og selskabets interesser, en fortolkning, som også medregner indehaverne af konvertible obligationer til kredsen af berettigede ifølge artikel 29, stk. 1, i direktiv 77/91.

33 — Ved en retssammenligning kan man konstatere, at artikel 29, stk. 1, i direktiv 77/91 er blevet gennemført i Tyskland ved § 186 og § 221, stk. 4, i aktieselskabsloven af 6.9.1965, BGBl. I, s. 1089, sidst ændret ved artikel 11 i lov af 16.7. 2007, BGBl. I, s. 1330, og i Østrig ved § 153 og § 174 i Bundesgesetz af 31.3.1965 om aktieselskaber (Bundesgesetz über Aktiengesellschaften), BGBl. nr. 98/1965, sidst ændret ved BGBl. I, nr. 42/2001. Efter disse ændringer er det kun aktionærerne, der har fortegningsret til nye aktier og konvertible obligationer.

34 — D. Vásquez Albert, nævnt ovenfor i fodnote 7, s. 1698; A. Pisani Massamormile, nævnt ovenfor i fodnote 9, s. 714, og M.J. Castellano Ramírez, nævnt ovenfor i fodnote 21, s. 825, på s. 829, konstaterer med rette, at artikel 29, stk. 1, i direktiv 77/91, i modsætning til artikel 158, stk. 1, i LSA, ikke giver indehavere af konvertible obligationer nogen fortegningsret. Castellano Ramírez forklarer, at udvidelsen af denne ret til at gælde indehavere af konvertible obligationer var den spanske lovgivers egen beslutning, som ikke er truffet med henblik på en gennemførelse af direktiv 77/91.

35 — Jf. punkt 39 i svarskriftet.

72. Efter min mening er en fortolkning som den, den spanske regering foreslår, ikke kun i strid med den klare ordlyd i artikel 29, stk. 1, i direktiv 77/91. Den kan lige så lidt støtte sig på en systematisk eller teleologisk udlægning af denne bestemmelse.

73. Det fremgår klart af artikel 29, stk. 1, i direktiv 77/91, at ved enhver forhøjelse af den tegnede kapital skal aktierne fortrinsvis tilbydes aktionærerne »i forhold til den del af kapitalen, som deres aktier repræsenterer«. Som Kommissionen med rette har fremført, er konvertible obligationer ikke en del af selskabets tegnede kapital. Allerede heraf kan det udledes, at det er umuligt at udstede aktier til indehaverne af konvertible obligationer i forhold til deres aktieandel.

74. I modsætning til den spanske regerings opfattelse kan man heller ikke forstå begrebet »aktionær« i den forstand, det er omhandlet i artikel 29, stk. 1, i direktiv 77/91, som om det også indbefatter indehavere af konvertible obligationer. Tværtimod gør en sammenligning af artikel 29, stk. 1, med artikel 29, stk. 6, i direktiv 77/91 det klart, at fællesskabslovgiver udmærket var sig eksistensen af konvertible obligationer og lignende værdipapirer bevidst, da der blev fastsat regler om aktionærernes fortegningsret, eftersom der i artikel 29, stk. 6, i direktiv 77/91 tales om »værdipapirer, som kan konverteres til aktier«. Denne bestemmelse ville være overflødig, hvis indehavere af konvertible obligationer også skulle anses for aktionærer.

75. Som den spanske regering korrekt har fastslået, taler artikel 29, stk. 1, i direktiv 77/91 ikke om, at nye aktier »udelukkende« skal tilbydes aktionærerne. Dette er heller ikke meningen og formålet med aktionærernes fortegningsret, som er genstand for den foreliggende sag. I den henseende er den spanske regerings fremstilling forkert. Det drejer sig derimod om lovsikring af en retsstilling [36], som i forbindelse med en kapitalforhøjelse giver aktionærerne fortrinsret til at erhverve de nye aktier, der skal udstedes. Direktivet pålægger den spanske lovgiver en forpligtelse til ved gennemførelsen af direktivet i national lovgivning at skabe de lovmæssige forudsætninger for, at denne fortrinsret virker i praksis. Dette svarer til hans forpligtelse til at sikre den effektive virkning af direktiverne under hensyntagen til det formål, der forfølges med dem [37]. Disse lovmæssige forudsætninger foreligger dog ikke, når indehavere af konvertible obligationer kan gøre aktionærerne fortegningsretten stridig, uden at aktionærernes fortegningsret, som direktivet udtrykkeligt beskytter, slår igennem [38].

36 — Ifølge opfattelsen hos J. Natterer, nævnt ovenfor i fodnote 8, s. 68, har fortegningsretten derimod ikke behov for nogen lovregulering. Fortegningsretten er ud fra et retsteoretisk synspunkt en naturlig rettighed, der tilkommer et medlem af en på kapitalbasis hvilende juridisk person.

37 — Efter fast retspraksis skal gennemførelsen af et direktiv sikre, at det rent faktisk anvendes fuldt ud, se herom bl.a. dom af 9.9.1999, sag C-217/97, Kommissionen mod Tyskland, Sml. I, s. 5087, præmis 31, af 16.11.2000, sag C-214/98, Kommissionen mod Grækenland, Sml. I, s. 9601, præmis 49, og af 11.7. 2002, sag C-62/00, Marks & Spencer, Sml. I, s. 6325, præmis 26.

38 — Jf. til sammenligning retssituationen i Tyskland og Østrig. Indehavere af konvertible obligationer kan ganske vist i henhold til artikel 187 i den tyske og artikel 154 i den østrigske aktieselskabslov tilsikres fortegningsrettigheder til nye aktier, dog således, at aktionærernes fortegningsret har forrang. Denne bestemmelse bidrager til, at aktionærernes fortegningsret ikke forringes.

76. Artikel 158, stk. 1, i LSA er i strid med formålet med artikel 29, stk. 1, i direktiv 77/91, som er at sikre aktionærens fortegningsret. Som nævnt indledningsvis, tager denne rettighed sigte på at beskytte aktionæren mod en udvanding af hans andel af aktieselskabets aktiekapital [39]. Dette formål bliver imidlertid forpurret, når også indehavere af konvertible obligationer opnår en fortegningsret og dermed kommer i konkurrence med aktionærerne ved udstedelsen af nye aktier i forbindelse med en kapitalforhøjelse i selskabet [40].

77. Udøvelsen af denne ret giver dem nemlig mulighed for at erhverve en andel af aktiekapitalen uden forinden at behøve at konvertere deres obligationer til aktier. Som følge heraf risikerer aktionærerne at se deres andel udvandet til fordel for indehaverne af konvertible obligationer, selv om de sidstnævnte måske ikke opfylder de af generalforsamlingen opstillede betingelser for en konvertering af deres obligationer. Risikoen for, at andelen forringes, og at aktionærerne dermed stilles dårligere, indtræder for alvor, når indehavere af konvertible obligationer opfylder betingelserne for konvertering til aktier, idet disse så råder over to forskellige muligheder for at erhverve selskabsandele. Følgen heraf ville være en forskelsbehandling til fordel for indehaverne af konvertible obligationer og til skade for aktionærerne [41].

78. Det følger af ovenstående betragtninger, at artikel 158, stk. 1, i LSA ved at indrømme ikke blot aktionærer, men også indehavere af konvertible obligationer fortegningsret til aktier i forbindelse med en forhøjelse af den tegnede kapital, der sker ved indskud i kontanter, tilsidesætter både ordlyden og meningen og formålet med artikel 29, stk. 1, i direktiv 77/91.

79. Derfor er det andet anbringende begrundet.

3. Det tredje anbringende

80. Med sit tredje anbringende har Kommissionen gjort gældende, at der er sket en tilsidesættelse af artikel 29, stk. 6, sammen-

39 — Jf. punkt 45 i nærværende forslag til afgørelse.

40 — Ifølge opfattelsen hos K. Grechenig, nævnt ovenfor i fodnote 9, afsnit 4, s. 583, indskrænkes aktionærernes fortegningsret utvetydigt, hvis andre investorer råder over samme rettigheder. M.J. Castellano Ramírez, nævnt ovenfor i fodnote 21, s. 829, fodnote 135, finder, at aktionærerne under visse omstændigheder stilles dårligere, hvis deres muligheder for at erhverve nye aktier forringes på grund af konkurrencen med indehaverne af konvertible obligationer. Hun henviser til kritikken af denne ordning i den spanske litteratur.

41 — F.J. Alonso Espinosa, *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas*, udgivet af Ignacio Arroyo og José Miguel Embid, bind III, artikel 292-294, s. 2815, påpeger ligeledes faren for, at der gives indehavere af konvertible obligationer for store fordele til skade for aktionærerne.

holdt med artikel 29, stk. 1, i direktiv 77/91, idet artikel 293, stk. 2, i LSA indrømmer ikke blot aktionærer, men også indehavere af konvertible obligationer, der hidrører fra tidligere emissioner, fortegningsret til konvertible obligationer.

81. Som allerede konstateret giver artikel 29, stk. 1, i samme direktiv kun aktionærer en fortegningsret til aktier. Det fremgår endvidere af artikel 29, stk. 6, i direktiv 77/91, at stk. 1-5 gælder for udstedelse af alle værdipapirer, som kan konverteres til aktier. Denne henvisning til artikel 29, stk. 1, skal forstås således, at det kun er aktionærer, direktiv 77/91 indrømmer fortegningsret til konvertible obligationer [42].

82. Derimod bestemmer artikel 293, stk. 2, i LSA, at indehavere af konvertible obligationer fra tidligere emissioner har samme ret. Derfor skal det også her fastslås, at den nationale lovgivning går ud over, hvad direktiv 77/91 kræver. Denne overskridelse af de i fællesskabsretten fastsatte rammebestemmelser udgør under alle omstændigheder en tilsidesættelse af direktiv 77/91, da den har negative konsekvenser for aktionærerne.

83. Svarende til den situation, der er beskrevet i forbindelse med det andet anbringende, foreligger der nemlig også med hensyn til erhvervelsen af konvertible obligationer et konkurrenceforhold mellem aktionærer og indehavere af konvertible obligationer, der stammer fra tidligere emissioner. Min fremstilling vedrørende det andet anbringende kan på dette punkt derfor overføres hertil.

84. Derfor er det tredje anbringende begrundet.

4. Det fjerde anbringende

85. Med sit fjerde anbringende har Kommissionen gjort gældende, at der er sket en tilsidesættelse af artikel 29, stk. 6, sammenholdt med artikel 29, stk. 4, i direktiv 77/91, idet LSA ikke rummer nogen bestemmelse om, at generalforsamlingen kan beslutte at ophæve fortegningsretten til konvertible obligationer.

86. Artikel 29, stk. 4, i direktiv 77/91 bestemmer, at generalforsamlingen under nærmere bestemte forudsætninger ved en beslutning kan ophæve aktionærernes fortegningsret. I henhold til artikel 29, stk. 6, i direktiv 77/91 gælder denne bestemmelse også for aktionærernes fortegningsret med hensyn til udstedelse af værdipapirer, som kan konverteres til aktier.

42 — I samme retning også D. Vásquez Albert, nævnt ovenfor i fodnote 7, s. 1698.

87. Hvad angår gennemførelsen af de ovennævnte fællesskabsretlige bestemmelser i spansk lovgivning må det konstateres, at artikel 159 i LSA udtrykkeligt giver generalforsamlingen ret til at træffe beslutning om ophævelse af fortegningsretten. Derimod giver artikel 293 i LSA, som indrømmer selskabets aktionærer fortegningsret til konvertible obligationer, ikke generalforsamlingen samme ret til at ophæve fortegningsretten for disse værdipapirers vedkommende. Mens artikel 293, stk. 3, i LSA nemlig lader bestemmelserne i samme lovs artikel 158 finde anvendelse på fortegningsretten til konvertible obligationer, gælder denne henvisning ikke tillige artikel 159 i LSA. På baggrund heraf må man give Kommissionen ret i, at den spanske LSA i sin egenskab af national gennemførelsesakt afviger fra direktivets bestemmelser, i det mindste hvad angår ordlyden.

88. Heller ikke den spanske regerings forklaringer om, at det kræver en systematisk fortolkning af bestemmelserne i LSA, for at det kan sluttes, at den spanske aktieselskabslovgivning giver mulighed for ophævelse af fortegningsretten til konvertible obligationer, kan afkræfte denne konklusion. Den spanske regering skylder navnlig at give en forklaring på, hvorfor artikel 293, stk. 3, i LSA ikke henviser direkte til den centrale bestemmelse i artikel 159 i LSA vedrørende ophævelse af fortegningsretten, hvilket snarere ville have talt for den fortolkning, som regeringen går ind for.

89. Jeg er klar over, at det ved undersøgelsen af, om en bestemmelse inden for national lovgivning er i modstrid med fællesskabsretten, ikke kun er ordlyden i denne bestemmelse, der er afgørende, men at man derudover også skal tage hensyn til den fortolkning, som de nationale domstole anlægger af denne bestemmelse [43]. Ved at afspejle den fortolkning af loven, der er bindende for alle retsundergivne, fremstår retspraksis i en medlemsstat som et uundværligt kriterium for bedømmelsen af, om gennemførelsen og fortolkningen i den nationale lovgivning er i overensstemmelse med fællesskabsretten. Den spanske regering har imidlertid intet fremført, der kunne have henvist til en fortolkning af LSA givet af en højesteret i overensstemmelse med fællesskabsretten, og da slet ikke til den fremherskende opfattelse inden for retslæren [44]. I stedet har den påberåbt sig sin egen fortolkning af loven uden helt at rydde den tilbageværende tvivl af vejen med hensyn til den korrekte gennem-

43 — K. Lenaerts, D. Arts og I. Maselis, *Procedural Law of the European Union*, 2. oplag, London, 2006, afsnit 5-056, s. 162, henviser til, at rækkevidden af nationale love, forordninger eller administrative bestemmelser skal bedømmes i lyset af den udlægning, som de nationale domstole giver af dem. En fortolkning af nationale love, der er i overensstemmelse med fællesskabsrettten, var, som allerede nævnt i fodnote 31 i nærværende forslag til afgørelse, genstand for en præjudiciel anmodning fra den tyske Bundesgerichtshof i sagen C-42/95, Siemens mod Nold.

44 — Rent faktisk synes visse spanske forfattere at give udtryk for den opfattelse, at fortegningsretten til konvertible obligationer ikke kan ophæves på grund af den manglende henvisning i artikel 293, stk. 3, i LSA til artikel 159, således f.eks. F. Vicent Chulia, *Compendio crítico de derecho mercantil*, 3. oplag, Barcelona, 1991, s. 800. I dag er flertallet inden for spansk retslære åbenbart tilhængere af en systematisk og teleologisk fortolkning af disse normer eller i det mindste af en analog anvendelse af artikel 159 i LSA på fortegningsretten for indehavere af konvertible obligationer, jf. F.J. Alonso Espinosa, nævnt ovenfor i fodnote 40, artikel 293, s. 2818 ff.; K. Grechenig, nævnt ovenfor i fodnote 9, nr. 4, s. 584. Imidlertid forudsætter anvendelsen af en analogi som bekendt, at der eksisterer et utilsigtet retstomt rum, men med sit søgsmål anfægter Kommissionen netop eksistensen af et retstomt rum.

førelse af direktivet. Regeringens anbringende må derfor ifølge de processuelle regler om pligt til at redegøre for sagen og om bevisbyrde anses for ikke at være tilstrækkeligt underbygget.

90. Uanset dette er jeg enig med Kommissionen i, at de ovennævnte nationale bestemmelser i hvert fald savner et minimum af præcision og klarhed og derfor ikke lever op til kravene om retssikkerhed og klarhed.

91. Ganske vist kræver gennemførelsen af et direktiv i national ret ikke nødvendigvis, at dets bestemmelser gengives ordret på en bestemt måde i udtrykkelige specialbestemmelser [45]. Det er imidlertid fast retspraksis, at medlemsstaterne for at sikre den fulde anvendelse af fællesskabsretten ikke blot skal bringe deres lovgivning i overensstemmelse med fællesskabsretten, men derudover skabe en så klar, præcis og gennemskuelig retsstilling, at den enkelte kender sine rettigheder og kan håndhæve disse ved de nationale domstole [46]. I og med, at det ikke med sikkerhed kan udledes af artikel 293, stk. 3, i LSA, at generalforsamlingen kan beslutte at ophæve fortegningsretten til konvertible obligationer, har den spanske lovgiver ikke foretaget en korrekt gennemførelse af artikel 29, stk. 6, sammenholdt med artikel 29, stk. 4, i direktiv 77/91.

92. Dermed er også dette anbringende begrundet.

VII — Sagens omkostninger

93. I medfør af procesreglementets artikel 69, stk. 2, pålægges det den tabende part at betale sagens omkostninger. Da Kongeriget Spanien i alt væsentligt har tabt sagen, bør det tilpligtes at betale sagens omkostninger.

45 — Dom af 15.3.1990, sag C-339/87, Kommissionen mod Nederlandene, Sml. I, s. 851, præmis 25, af 28.2.1991, sag C-131/88, Kommissionen mod Tyskland, Sml. I, s. 825, præmis 8, og af 30.5.1991, sag C-59/89, Kommissionen mod Tyskland, Sml. I, s. 2607, præmis 18.

46 — Jf. i samme retning, med hensyn til direktiver, dom af 28.2.1991, sag C-360/87, Kommissionen mod Italien, Sml. I, s. 791, præmis 12, og af 15.6. 1995, sag C-220/94, Kommissionen mod Luxembourg, Sml. I, s. 1589, præmis 10. Jf. endvidere dom af 18.1.2001, sag C-162/99, Kommissionen mod Italien, Sml. I, s. 541, præmis 22-25, og af 6.3.2003, sag C-478/01, Kommissionen mod Luxembourg, Sml. I, s. 2351, præmis 20.

VIII — Forslag til afgørelse

94. På baggrund af ovenstående betragtninger foreslår jeg Domstolen

— at fastslå, at Kongeriget Spanien ved ikke at have foretaget en korrekt gennemførelse af direktiv 77/91 har tilsidesat sine forpligtelser i henhold til dette direktiv, navnlig i henhold til direktivets

a) artikel 29, stk. 1, idet Spanien ikke kun giver aktionærer, men også indehavere af konvertible obligationer fortegningsret til aktier i forbindelse med en forhøjelse af den tegnede kapital, der sker ved indskud i kontanter

b) artikel 29, stk. 6, sammenholdt med artikel 29, stk. 1, idet Spanien ikke kun giver aktionærer, men også indehavere af konvertible obligationer, der stammer fra tidligere udstedelser, fortegningsret til konvertible obligationer

c) artikel 29, stk. 6, sammenholdt med artikel 29, stk. 4, idet Spanien ikke har nogen bestemmelse om, at generalforsamlingen kan beslutte at ophæve fortegningsretten til konvertible obligationer

— i øvrigt at frifinde Kongeriget Spanien

— at tilpligte Kongeriget Spanien at betale sagens omkostninger.