ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΤΗΣ ΓΕΝΙΚΗΣ ΕΙΣΑΓΓΕΛΕΑ

VERICA TRSTENJAK

της 4ης Σεπτεμβρίου 2008 [1]

I — Εισαγωγή

1. Η παρούσα υπόθεση έχει ως αντικείμενο προσφυγή λόγω παραβάσεως που άσκησε η Επιτροπή σύμφωνα με το άρθρο 226 ΕΚ, με την οποία ζητεί από το Δικαστήριο να αναγνωρίσει ότι το Βασίλειο της Ισπανίας παρέβη τις υποχρεώσεις που υπέχει από τα άρθρα 29 και 42 της οδηγίας 77/91/ΕΟΚ του Συμβουλίου της 13ης Δεκεμβρίου 1976 [2] (στο εξής: οδηγία 77/91), καθόσον παρέλειψε να μεταφέρει ορθώς στην εσωτερική του έννομη τάξη τις ως άνω διατάξεις της οδηγίας.

2. Η προσφυγή αφορά ορισμένες πτυχές του δικαιώματος των μετόχων για προτιμησιακή ανάληψη μετοχών στο πλαίσιο αυξήσεως του κεφαλαίου των εταιριών, ειδικότερα δε τις νόμιμες προϋποθέσεις για τον αποκλεισμό του δικαιώματος αναλήψεως, τη συμβατότητα προς το κοινοτικό δίκαιο εθνικού κανόνα ο οποίος απονέμει το δικαίωμα αυτό και στους κατόχους ομολογιών μετατρέψιμων σε μετοχές [3], καθώς και τις τασσόμενες από το κοινοτικό δίκαιο προϋποθέσεις οι οποίες πρέπει να πληρούνται κατά τον καθορισμό της τιμής εκδόσεως των νέων μετοχών.

II — Το κανονιστικό πλαίσιο

Α — *Το κοινοτικό δίκαιο*

3. Νομική βάση της οδηγίας 77/91 είναι το άρθρο 44, παράγραφος 2, στοιχείο ζ΄, ΕΚ, κατά το οποίο το Συμβούλιο και η Επιτροπή

1 — Γλώσσα του πρωτοτύπου: η γερμανική.

2 — Δεύτερη οδηγία 77/91/ΕΟΚ του Συμβουλίου, της 13ης Δεκεμβρίου 1976, περί συντονισμού των εγγυήσεων που απαιτούνται στα κράτη μέλη εκ μέρους των εταιριών κατά την έννοια του άρθρου 58, δεύτερη παράγραφο, της Συνθήκης, για την προστασία των συμφερόντων των εταίρων και των τρίτων, με σκοπό να καταστούν οι εγγυήσεις αυτές ισοδύναμες όσον αφορά την σύσταση της ανωνύμου εταιρίας και τη διατήρηση και τις μεταβολές του κεφαλαίου της (ΕΕ ειδ. έκδ. 06/001, σ. 230).

3 — Ομολογίες μετατρέψιμες σε μετοχές είναι οι ομολογίες οι οποίες παρέχουν στον κάτοχό τους, εκτός από το δικαίωμα επιστροφής ως ειδικό δικαίωμα χρήσεως, το δικαίωμα μετατροπής των ομολογιών σε μετοχές ή αναλήψεως νέων μετοχών [βλ. Nagele N., *Kommentar zum Aktiengesetz* (επιμέλεια: Jabornegg, P., και Strasser, R.) 4η έκδοση, Βιέννη, 2002, III. (§§ 145-273 AktG), σημείο 5, σ. 5 Peifer, K.-N., *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, 2η έκδοση, 2005, § 186 AktG, σημείο 33 Hüffer, U., *Aktiengesetz*, 8η έκδοση, τόμος 53, § 160 AktG, σημείο 12 Holland, B., «Die Bedienung von Wandelanleihen aus genehmigtem Kapital», *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht*, 2006, τεύχος 23, σ. 892 και Kocbek, M., *Veliki komentar Zakona o gospodarskih družbah/ZGD-1* (επιμέλεια: Marijan Kocbek M.), τόμος 2, Λουμπλιάνα, 2007, άρθρο 371, σ. 664 επ.]. Από χρηματοπιστωτικής απόψεως, οι μετατρέψιμες σε μετοχές ομολογίες είναι υβριδικές κινητές αξίες λόγω του ότι, αρχικώς, ως ομολογίες, εξασφαλίζουν πάγιο εισόδημα και, σε περίπτωση μετατροπής, εξασφαλίζουν μεταβλητό εισόδημα [βλ. Tapia Hermida, A. J., «Obligaciones convertibles», *Diccionario de Derecho de Sociedades* (επιμέλεια: Alonso Ledesma), Μαδρίτη 2006, σ. 820 επ.].

συντονίζουν τις απαιτούμενες εγγυήσεις υπό των κρατών μελών για την προστασία των συμφερόντων των εταίρων και των τρίτων με σκοπό να τις καταστήσουν ισοδύναμες.

4. Η δεύτερη και η πέμπτη αιτιολογική σκέψη της οδηγίας 77/91 ορίζουν τα εξής :

«ότι για να εξασφαλισθεί μια ελάχιστη ισοδύναμη προστασία τόσο των μετόχων όσον και των πιστωτών των εταιριών αυτών, είναι ιδιαίτερα σημαντικό να εναρμονισθούν οι εθνικές διατάξεις, που αφορούν τη σύστασή τους και τη διατήρηση, την αύξηση και τη μείωση του κεφαλαίου τους.

[…]

ότι είναι αναγκαίο, εν όψει των σκοπών που προβλέπονται από το άρθρο [44, παράγραφος 2, στοιχείο ζ΄, ΕΚ] οι νομοθεσίες των κρατών μελών, κατά τις αυξήσεις και τις μειώσεις του κεφαλαίου να εξασφαλίζουν την τήρηση και να εναρμονίζουν την εφαρμογή των αρχών που εγγυώνται ίση μεταχείριση των μετόχων που έχουν την ίδια θέση και την προστασία των δικαιούχων απαιτήσεων, που υπήρχαν σε χρόνο προγενέστερο της αποφάσεως περί μειώσεως».

5. Το άρθρο 29 της οδηγίας 77/91 ορίζει τα εξής:

«1. Κατά την αύξηση του καλυφθέντος κεφαλαίου με εισφορές σε μετρητά, οι μετοχές πρέπει να προσφερθούν κατά προτίμηση στους μετόχους ανάλογα με το τμήμα του κεφαλαίου, που αντιπροσωπεύουν οι μετοχές τους.

[…]

4. Το δικαίωμα προτιμήσεως δεν επιτρέπεται να περιορισθεί ή να αποκλεισθεί από το καταστατικό ή τη συστατική πράξη. Αυτό είναι πάντως δυνατό με απόφαση της γενικής συνελεύσεως. Το διοικητικό όργανο ή η διεύθυνση έχει την υποχρέωση να παρουσιάσει στη συνέλευση γραπτή έκθεση, η οποία να αναφέρει τους λόγους περιορισμού ή αποκλεισμού του δικαιώματος προτιμήσεως και να δικαιολογεί την τιμή εκδόσεως που προτείνεται. Η συνέλευση αποφαίνεται σύμφωνα με τους κανόνες απαρτίας και πλειοψηφίας που ορίζονται στο άρθρο 40. […]

[…]

6. Οι παράγραφοι 1 μέχρι 5 ισχύουν για την έκδοση όλων των τίτλων που είναι μετατρέ-

ψιμοι σε μετοχές ή συνοδεύονται από το δικαίωμα αναλήψεως μετοχών, όχι όμως για τη μετατροπή των τίτλων και την άσκηση του δικαιώματος αναλήψεως.»

6. Το άρθρο 42 της οδηγίας 77/91 προβλέπει τα εξής:

«Για την εφαρμογή της παρούσης οδηγίας, οι νομοθεσίες των κρατών μελών εγγυώνται ίση μεταχείριση των μετόχων που βρίσκονται στην ίδια θέση.»

μετατρέψιμων ομολογιών σε μετοχές μπορούν, εντός της προθεσμίας την οποία έταξε προς τούτο το διοικητικό όργανο της εταιρίας και η οποία στην περίπτωση εισηγμένων στο χρηματιστήριο εταιριών δεν μπορεί να είναι συντομότερη από δεκαπέντε ημέρες και σε όλες τις άλλες περιπτώσεις δεν μπορεί να είναι συντομότερη από ένα μήνα από τη δημοσίευση της γνωστοποιήσεως της προσφοράς αναλήψεως των νέων μετοχών στο *Boletín Oficial del Registro Mercantil* [Επίσημο δελτίο εμπορικού μητρώου], να ασκήσουν το δικαίωμά τους αναλήψεως αριθμού μετοχών ανάλογου προς την ονομαστική αξία των μετοχών που κατέχουν ή, στην περίπτωση των κατόχων μετατρέψιμων ομολογιών, των μετοχών που θα κατείχαν αν ασκούσαν κατά το χρονικό αυτό σημείο το περί μετατροπής δικαίωμά τους».

Β — *Το εθνικό δίκαιο*

7. Η οδηγία 77/91 μεταφέρθηκε στο ισπανικό δίκαιο με τα άρθρα 158, 159 και 293 του Real Decreto Legislativo 1564/1989, της 22ας Δεκεμβρίου 1989, το οποίο αποδίδει το αναδιατυπωμένο κείμενο του Ley de Sociedades Anónimas (νόμου περί ανωνύμων εταιριών, στο εξής: LSA).

8. Το άρθρο 158, παράγραφος 1, του LSA αναγνωρίζει το δικαίωμα προτιμησιακής αναλήψεως μετοχών στο πλαίσιο της αυξήσεως του κεφαλαίου των εταιριών με έκδοση εκδόσεως νέων μετοχών:

«Κατά τις αυξήσεις εταιρικού κεφαλαίου με έκδοση νέων μετοχών, κοινών ή προνομιούχων, οι παλαιοί μέτοχοι και οι κάτοχοι

9. Το άρθρο 159 του LSA ρυθμίζει τον προβλεπόμενο στο άρθρο 158 LSA αποκλεισμό του δικαιώματος προτιμησιακής αναλήψεως:

«1. Σε περίπτωση που το απαιτεί το συμφέρον της εταιρίας, η γενική συνέλευση, όταν αποφασίζει αύξηση κεφαλαίου, μπορεί να εγκρίνει τον πλήρη ή μερικό αποκλεισμό του δικαιώματος προτιμήσεως κατά την ανάληψη. Προς τούτο, οφείλει να τηρεί τις διατάξεις του άρθρου 144 και να μεριμνά ώστε:

a) στην πρόσκληση προς τη συνέλευση, να γίνεται μνεία της προτάσεως αποκλεισμού του δικαιώματος προτιμησιακής

αναλήψεως και του τύπου εκδόσεως νέων μετοχών,

b) να τίθενται στη διάθεση των μετόχων, κατά τον χρόνο συγκλήσεως της γενικής συνελεύσεως, η έκθεση της διοικήσεως που προβλέπει το άρθρο 144, παράγραφος 1, στοιχείο c, η οποία πρέπει να αιτιολογεί λεπτομερώς την πρόταση και το είδος της εκδόσεως μετοχών, υποδεικνύοντας τα πρόσωπα για τα οποία αυτές προορίζονται, καθώς και μια έκθεση καταρτισθείσα, με ευθύνη της διοικήσεως, από διορισθέντα προς τούτο από το εμπορικό μητρώο κατά νόμο ελεγκτή, άλλον από εκείνο στον οποίο έχει ανατεθεί ο έλεγχος των λογαριασμών της εταιρίας, σχετικά με την εύλογη αξία των μετοχών της εταιρίας, τη θεωρητική αξία των δικαιωμάτων προτιμήσεως κατά την ανάληψη, των οποίων προτείνεται ο αποκλεισμός, και τον εύλογο χαρακτήρα των στοιχείων που περιέχονται στην έκθεση της διοικήσεως,

c) η ονομαστική αξία των προς έκδοση μετοχών, αυξημένη, ενδεχομένως, κατά το πρόσθετο ποσό που καταβάλλεται επί των μετοχών που πρόκειται να εκδοθούν, να αντιστοιχεί στην εύλογη αξία που απορρέει από την έκθεση των κατά νόμο ελεγκτών που διαλαμβάνεται στο σημείο b ανωτέρω. Σε περίπτωση εισηγμένης στο χρηματιστήριο εταιρίας, ως εύλογη αξία νοείται η αγοραία αξία που υπολογίζεται βάσει της χρηματιστηριακής τιμής, πλην εξαιρέσεως που πρέπει να δικαιολογείται.

Ωστόσο, στην περίπτωση των εισηγμένων εταιριών, η συνέλευση των μετόχων, αφ' ης στιγμής λαμβάνει την έκθεση της διοικήσεως και την έκθεση του κατά νόμο ελεγκτή, τις οποίες απαιτεί το σημείο b ανωτέρω και οι οποίες πρέπει να αναφέρουν στην περίπτωση αυτή την καθαρή αξία ενεργητικού των μετοχών, μπορεί ελεύθερα να καθορίζει την τιμή εκδόσεως των νέων μετοχών, εφόσον είναι ανώτερη της καθαρής τους αξίας ενεργητικού, όπως αυτή προκύπτει από την έκθεση του ως άνω ελεγκτή. Η συνέλευση μπορεί επίσης να προσδιορίζει απλώς τη διαδικασία καθορισμού της τιμής αυτής. […].»

10. Το άρθρο 293 του LSA ρυθμίζει το δικαίωμα προτιμησιακής αναλήψεως για μετατρέψιμες σε μετοχές ομολογίες:

«1. Οι μέτοχοι της εταιρίας έχουν δικαίωμα προτιμήσεως κατά την ανάληψη των μετατρέψιμων ομολογιών.

2. Οι κάτοχοι μετατρέψιμων ομολογιών προηγούμενων εκδόσεων έχουν ισοδύναμο δικαίωμα, κατά την αναλογία που προβλέπουν οι κανόνες μετατροπής.

3. Το άρθρο 158 του παρόντος νόμου εφαρμόζεται στο δικαίωμα προτιμήσεως κατά την ανάληψη μετατρέψιμων ομολογιών.»

III — Η διοικητική προδικασία

11. Με έγγραφο οχλήσεως της 15ης Μαρτίου 2004, η Επιτροπή επέστησε την προσοχή της Ισπανικής Κυβερνήσεως σε ορισμένες πλημμέλειες της μεταφοράς στο εσωτερικό δίκαιο της οδηγίας 77/91 με τον LSA.

12. Με το έγγραφο απαντήσεως της 10ης Μαρτίου 2004, η Ισπανική Κυβέρνηση αμφισβητεί ότι υπάρχει οποιαδήποτε αντίθεση του επίδικου νόμου προς την οδηγία 77/91.

13. Η Επιτροπή έκρινε ότι η απάντηση αυτή δεν είναι ικανοποιητική και, κατά συνέπεια, απηύθυνε στην Ισπανική Κυβέρνηση αιτιολογημένη γνώμη στις 5 Ιανουαρίου 2005. Με το έγγραφο αυτό έταξε στην Ισπανική Κυβέρνηση προθεσμία δύο μηνών για να προβεί στις αναγκαίες τροποποιήσεις της εθνικής νομοθεσίας.

14. Επ' αυτού, η Ισπανική Κυβέρνηση απηύθυνε στην Επιτροπή έγγραφο του Υπουργείου Οικονομίας και Οικονομικών της 4ης Μαρτίου 2005, με το οποίο αρνήθηκε να συμμορφωθεί στις απαιτήσεις της Επιτροπής.

15. Επειδή δεν έκρινε ικανοποιητικές τις διευκρινίσεις της Ισπανικής Κυβερνήσεως, η Επιτροπή άσκησε προσφυγή ενώπιον του Δικαστηρίου.

IV — Η ενώπιον του Δικαστηρίου διαδικασία και τα αιτήματα των διαδίκων

16. Με το δικόγραφο της προσφυγής που κατέθεσε στις 4 Αυγούστου 2006 στη Γραμματεία του Δικαστηρίου, η Επιτροπή ζητεί από το Δικαστήριο:

— να αναγνωρίσει ότι το Βασίλειο της Ισπανίας, παραλείποντας να μεταφέρει ορθώς στην εσωτερική του έννομη τάξη την οδηγία 7/91/ΕΟΚ του Συμβουλίου, της 13ης Δεκεμβρίου 1976, περί συντονισμού των εγγυήσεων που απαιτούνται στα κράτη μέλη εκ μέρους των εταιριών κατά την έννοια του άρθρου 58, δεύτερη παράγραφο της Συνθήκης, για την προστασία των συμφερόντων των εταίρων και των τρίτων, με σκοπό να καταστούν οι εγγυήσεις αυτές ισοδύναμες όσον αφορά τη σύσταση της ανωνύμου εταιρίας και τη διατήρηση και τις μεταβολές του κεφαλαίου της, παρέβη τις υποχρεώσεις που υπέχει από την οδηγία αυτή και ειδικότερα από:

α) το άρθρο της 42, σε συνδυασμό με το άρθρο 29, παράγραφοι 1 και 4, διότι το καθού παρέχει στη γενική συνέλευση τη δυνατότητα να αποφασίζει την έκδοση νέων μετοχών με αποκλεισμό του δικαιώματος προτιμησιακής αναλήψεως σε τιμή κατώτερη της εύλογης αξίας τους·

β) το άρθρο της 29, παράγραφος 1, διότι το καθού παρέχει το δικαίωμα προτιμησιακής αναλήψεως μετοχών στην περίπτωση αυξήσεως του καλυφθέντος κεφαλαίου με εισφορές σε μετρητά όχι μόνο στους μετόχους, αλλά και στους κατόχους ομολογιών μετατρέψιμων σε μετοχές·

γ) το άρθρο της 29, παράγραφος 6, σε συνδυασμό με το άρθρο της 29, παράγραφος 1, διότι το καθού παρέχει το δικαίωμα προτιμησιακής αναλύσεως τίτλων μετατρέψιμων σε μετοχές όχι μόνο στους μετόχους, αλλά και στους κατόχους ομολογιών μετατρέψιμων σε μετοχές προηγουμένων εκδόσεων·

δ) το άρθρο της 29, παράγραφος 6, σε συνδυασμό με το άρθρο 29, παράγραφος 4, διότι το καθού δεν προέβλεψε ότι η γενική συνέλευση των μετόχων μπορεί να αποφασίσει τον αποκλεισμό του δικαιώματος προτιμησιακής αναλήψεως ομολογιών μετατρέψιμων σε μετοχές.

— να καταδικάσει το Βασίλειο της Ισπανίας στα δικαστικά έξοδα.

17. Το Βασίλειο της Ισπανίας ζητεί από το Δικαστήριο:

— να απορρίψει την προσφυγή·

— να καταδικάσει την Επιτροπή στα δικαστικά έξοδα.

18. Η Επιτροπή κατέθεσε το υπόμνημά της απαντήσεως στις 4 Δεκεμβρίου 2006. Το υπόμνημα ανταπαντήσεως της Ισπανικής Κυβερνήσεως κατατέθηκε στο Δικαστήριο, κατόπιν παρατάσεως της προθεσμίας, στις 6 Φεβρουαρίου 2007.

19. Με διάταξη του Προέδρου του Δικαστηρίου της 18ης Ιανουαρίου 2007, επετράπη στο Ηνωμένο Βασίλειο, στη Δημοκρατία της Πολωνίας και στη Δημοκρατία της Φινλανδίας να παρέμβουν, υπό την έννοια του άρθρου 93, παράγραφος 1, του Κανονισμού Διαδικασίας, προς στήριξη των αιτημάτων του Βασιλείου της Ισπανίας. Οι παρεμβαίνουσες υπέβαλαν γραπτές παρατηρήσεις.

20. Επειδή κανείς από τους διαδίκους δεν ζήτησε την κίνηση της προφορικής διαδικασίας, οι προτάσεις στην παρούσα υπόθεση καταρτίσθηκαν κατόπιν της διοικητικής ολομέλειας του Δικαστηρίου στις 29 Απριλίου 2008.

V — Ισχυρισμοί και κύρια επιχειρήματα των διαδίκων

21. Η Επιτροπή προβάλλει συνολικά τέσσερις αιτιάσεις κατά του Βασιλείου της Ισπανίας.

Α — *Επί της πρώτης αιτιάσεως*

22. Με την πρώτη αιτίαση, η *Επιτροπή* προσάπτει παράβαση της προβλεπόμενης στο άρθρο 42 της οδηγίας 77/91 επιταγής της ίσης μεταχειρίσεως των μετόχων, επειδή το άρθρο 159, παράγραφος 1, στοιχείο c, του LSA παρέχει τη δυνατότητα, στην περίπτωση αυξήσεως κεφαλαίου με αποκλεισμό του δικαιώματος αναλήψεως, καθορισμού τιμής εκδόσεως για τις νέες μετοχές η οποία είναι πολύ χαμηλότερη της αγοραίας αξίας τους.

23. Ειδικότερα, η Επιτροπή υπογραμμίζει ότι, κατά το άρθρο 159, παράγραφος 1, στοιχείο c, του LSA, η συνέλευση των μετόχων εισηγμένης στο χρηματιστήριο εταιρίας μπορεί να αποφασίσει την έκδοση μετοχών σε οποιαδήποτε τιμή, πλην όμως μόνον εάν η τιμή αυτή είναι υψηλότερη της αντίστοιχης καθαρής αξίας ενεργητικού ανά μετοχή. Πάντως, κατά την Επιτροπή, η καθαρή αξία ενεργητικού ανά μετοχή μπορεί να είναι κατώτερη κατά 20 %, ακόμη και κατά 80 %, από την αγοραία αξία. Συναφώς, η Επιτροπή παραπέμπει στις νομοθεσίες άλλων κρατών μελών, οι οποίες παρέχουν τη δυνατότητα να καθοριστεί η τιμή εκδόσεως των νέων μετοχών το πολύ κατά 5 έως 10 % κάτω της αγοραίας τιμής.

24. Η Επιτροπή συνάγει από τα ανωτέρω ότι το άρθρο 159, παράγραφος 1, στοιχείο c, του LSA συνιστά παράβαση του άρθρου 42 της οδηγίας 77/91, επειδή, στον τομέα των εισηγμένων στο χρηματιστήριο εταιριών, καθιστά δυνατή την πρόδηλη διάκριση μεταξύ των μετόχων οι οποίοι αγόρασαν τις μετοχές τους στην αγοραία αξία, και των νέων μετόχων, στους οποίους η εταιρία παρέχει τη δυνατότητα να αποκτήσουν μετοχές σε τιμή κατώτερη, και μάλιστα κατά πολύ, της αγοραίας αξίας (και, επομένως, σε «μη εύλογη» τιμή).

25. Το *Βασίλειο της Ισπανίας* ισχυρίζεται, κατ' αρχάς, ότι ο LSA θέτει προϋποθέσεις για τον αποκλεισμό του δικαιώματος αναλήψεως, οι οποίοι είναι, πράγματι, αυστηρότεροι από αυτές της οδηγίας 77/91. Αφενός, ο LSA προβλέπει, όπως υπογραμμίζουν και η *Δημοκρατία της Πολωνίας*, το *Ηνωμένο Βασίλειο* και η *Δημοκρατία της Φινλανδίας*, ένα ελάχιστο όριο για την τιμή εκδόσεως, το οποίο εν πάση περιπτώσει δεν μπορεί να είναι

κατώτερο από την καθαρή αξία ενεργητικού των μετοχών. Αφετέρου, ο LSA προβλέπει ότι στη γνώμη των διοικητικών οργάνων της εταιρίας πρέπει να επισυναφθεί και η έκθεση ανεξάρτητου ελεγκτή.

26. Το Βασίλειο της Ισπανίας ισχυρίζεται ότι κακώς η Επιτροπή συνάγει ότι το άρθρο 159, παράγραφος 1, στοιχείο c, δεύτερο εδάφιο, του LSA καθιστά δυνατόν τον καθορισμό «υπερβολικά χαμηλής τιμής» σε σύγκριση με την αγοραία αξία των επίδικων μετοχών. Πράγματι, η πρώτη παράγραφος θέτει απλώς ένα μαχητό τεκμήριο κατά το οποίο η «εύλογη αξία» της μετοχής εταιρίας εισηγμένης στο χρηματιστήριο αντιστοιχεί στην «αγοραία αξία» της. Πάντως, η συνέλευση των μετόχων θα μπορούσε να καθορίσει τιμής εκδόσεως χαμηλότερη της «αγοραίας αξίας» η οποία δεν θα έθιγε τον εύλογο χαρακτήρα της, στην περίπτωση κατά την οποία αυτό θα φαινόταν δικαιολογημένο υπό το πρίσμα των προαναφερθεισών εκθέσεων.

27. Το *Βασίλειο της Ισπανίας*, η *Δημοκρατία της Πολωνίας* και το *Ηνωμένο Βασίλειο* ισχυρίζονται, εξ άλλου, ότι δεν είναι δυνατή καμία δυσμενής διάκριση μεταξύ των υφισταμένων και των δυνάμει μετόχων, οι οποίοι προσχωρούν σε εισηγμένη στο χρηματιστήριο εταιρία κατόπιν αυξήσεως κεφαλαίου λόγω του ότι οι δύο αυτές κατηγορίες μετόχων δεν βρίσκονται στην ίδια θέση. Φρονούν ότι, λόγω της εισαγωγής στο χρηματιστήριο και των διακυμάνσεων της αγοράς των μετοχών, κάθε μέτοχος έχει αποκτήσει τις μετοχές του σε διαφορετική τιμή, ανάλογα με τον χρόνο της αποκτήσεως και τον καθορισμό της τιμής στο χρηματιστήριο. Κατά συνέπεια, είναι φυσικό ότι ορισμένοι μέτοχοι απέκτησαν τις μετοχές τους σε τιμή χαμηλότερη ή υψηλότερη της τιμής εκδόσεως.

28. Περαιτέρω, τόσο το *Βασίλειο της Ισπανίας* όσο και η *Δημοκρατία της Πολωνίας* τονίζουν το γεγονός ότι το άρθρο 159, παράγραφος 1, στοιχείο c, του LSA απαιτεί την έγκριση της συνελεύσεως των μετόχων, οπότε πρέπει να τηρούνται η αναγκαία για την τροποποίηση του καταστατικού πλειοψηφία και η απαρτία.

29. Το *Ηνωμένο Βασίλειο* υποστηρίζει περαιτέρω ότι δεν μπορεί να γίνει λόγος για διαφορετική μεταχείριση, επειδή η τιμή μιας μετοχής αποτελεί οικονομικό στοιχείο. Ακόμη και αν πρέπει να θεωρηθεί ότι υφίσταται άνιση μεταχείριση, αυτή είναι, εν πάση περιπτώσει, δικαιολογημένη από το χρηματοπιστωτικό συμφέρον της εταιρίας το οποίο εξυπηρετεί η αύξηση του κεφαλαίου.

30. Η *Δημοκρατία της Φινλανδίας* φρονεί ότι για να καταστεί δυνατόν να κριθεί αν υφίσταται άνιση μεταχείριση είναι αναγκαία η συνολική εξέταση των συνθηκών εκδόσεως νέων μετοχών.

31. Η *Δημοκρατία της Πολωνίας* υποστηρίζει ότι η δυνατότητα εκδόσεως νέων μετοχών σε τιμή χαμηλότερη της αγοραίας αξίας δεν πρέπει να εξετασθεί υπό το πρίσμα της αρχής της ίσης μεταχειρίσεως αλλά βάσει της αρχής ότι τα όργανα της εταιρίας πρέπει να δρουν προς το συμφέρον της ίδιας της εταιρίας.

Β — *Επί της δεύτερης αιτιάσεως*

32. Με τη δεύτερη αιτίασή της, η *Επιτροπή* προβάλλει παράβαση του άρθρου 29, παράγραφος 1, της οδηγίας 77/91 για τον λόγο ότι το άρθρο 158, παράγραφος 1, του LSA δεν παρέχει μόνο στους μετόχους αλλά και στους κατόχους ομολογιών μετατρέψιμων σε μετοχές το δικαίωμα προτιμησιακής αναλήψεως μετοχών σε περίπτωση αυξήσεως του καλυφθέντος κεφαλαίου με εισφορές σε μετρητά.

33. Το άρθρο 29, παράγραφος 1, της οδηγίας απαιτεί οι νέες μετοχές «να προσφ[έρονται] κατά προτίμηση στους μετόχους ανάλογα με το τμήμα του κεφαλαίου, που αντιπροσωπεύουν οι μετοχές τους». Επειδή οι μετατρέψιμες σε μετοχές ομολογίες δεν αποτελούν τμήμα του καλυφθέντος κεφαλαίου της εταιρίας, το δικαίωμα προτιμησιακής αναλήψεως που παρέχει ο LSA στους κατόχους των μετατρέψιμων σε μετοχές ομολογιών δεν παρέχει τη δυνατότητα να προσφέρονται οι νέες μετοχές στους μετόχους ανάλογα με τη συμμετοχή τους στην εταιρία. Κατά συνέπεια, η διάταξη αυτή παραβιάζει τον σκοπό της οδηγίας, να αποτρέψει κάθε κίνδυνο αποδυναμώσεως του τμήματος του κεφαλαίου που αντιπροσωπεύουν οι μετοχές των παλαιών μετόχων στην εταιρία. Επιπλέον, ένα τέτοιο μέτρο δεν είναι αναγκαίο για την προστασία των συμφερόντων των κατόχων ομολογιών μετατρέψιμων σε μετοχές.

34. Το *Βασίλειο της Ισπανίας* υποστηρίζει ότι η γραμματική ερμηνεία του άρθρου 29, παράγραφος 1, της οδηγίας 77/91, όπως αυτή προτείνεται από την Επιτροπή, αντιβαίνει στο γράμμα της ίδιας της διατάξεως, επειδή οι μετοχές πρέπει να προσφέρονται «κατά προτίμηση» στους μετόχους, πράγμα το οποίο, εν τούτοις, δεν σημαίνει ότι, δυνάμει της διατάξεως αυτής, οι μετοχές πρέπει να προσφέρονται «αποκλειστικώς» στους μετόχους. Επιπλέον, η οδηγία δεν προβλέπει τίποτε για τις μετατρέψιμες σε μετοχές ομολογίες.

35. Το *Βασίλειο της Ισπανίας* και η *Δημοκρατία της Πολωνίας* τάσσονται, αντιθέτως, υπέρ της τελολογικής ερμηνείας της παρούσας διατάξεως, ώστε να προστατεύσουν όχι μόνο τους κατόχους των μετατρέψιμων σε μετοχές ομολογιών, αλλά στον ίδιο βαθμό και τους δυνάμει νέους μετόχους της εταιρίας και να διατηρήσουν την αξία των μετοχών που προορίζονται γι' αυτούς. Κατά τον τρόπο αυτόν, αποτρέπεται επίσης το ενδεχόμενο να ασκήσει ο εκδότης των τίτλων επιρροή στο (ευνοϊκό) χρονικό σημείο της μετατροπής.

36. Τέλος, η *Δημοκρατία της Πολωνίας* επισημαίνει, επιπλέον, ότι η οδηγία σκοπεί και στην προστασία «τρίτων», δηλαδή και των προσώπων τα οποία μπορούν σε ορισμένες περιπτώσεις να εξομοιωθούν με τους μετόχους, όπως για παράδειγμα οι κάτοχοι μετατρέψιμων σε μετοχές ομολογιών. Περαιτέρω, η οδηγία σκοπεί μόνο στην εξασφάλιση ενός ελαχίστου επιπέδου προστασίας, οπότε τα κράτη μέλη διατηρούν τη δυνατότητα να θεσπίσουν αυστηρότερες προστατευτικές διατάξεις.

Γ — *Επί της τρίτης αιτιάσεως*

37. Η *Επιτροπή* διαπιστώνει ότι το άρθρο 293, παράγραφος 2, του LSA συνιστά, για τους ίδιους λόγους με αυτούς που προβλήθηκαν στο πλαίσιο της δεύτερης αιτιάσεως, παράβαση του άρθρου 29, παράγραφοι 1 και 6, της οδηγίας 77/91, στο μέτρο που παρέχει δικαίωμα προτιμησιακής αναλήψεως των μετατρέψιμων σε μετοχές ομολογιών όχι μόνο στους μετόχους αλλά στον ίδιο βαθμό και τους κατόχους μετατρέψιμων σε μετοχές ομολογιών που είχαν τεθεί προηγουμένως σε κυκλοφορία.

38. Το *Βασίλειο της Ισπανίας* και η *Δημοκρατία της Πολωνίας* αναφέρονται στα επιχειρήματα που προέβαλαν ήδη για τη δεύτερη αιτίαση και επισημαίνουν ότι γραμματική ερμηνεία της οδηγίας, όπως αυτή στην οποία προβαίνει η Επιτροπή, δεν ευσταθεί.

Δ — *Επί της τέταρτης αιτιάσεως*

39. Η *Επιτροπή* προβάλλει παράβαση του άρθρου 29, παράγραφος 6, σε συνδυασμό με το άρθρο 29, παράγραφος 4, της οδηγίας 77/91, επειδή ο LSA δεν προβλέπει ότι η γενική συνέλευση των μετόχων μπορεί να αποφασίσει τον αποκλεισμό του δικαιώματος προτιμησιακής αναλήψεως των μετατρέψιμων σε μετοχές ομολογιών.

40. Η Επιτροπή υπογραμμίζει ότι το άρθρο 293, παράγραφος 3, του LSA παραπέμπει βεβαίως στο άρθρο 158 του LSA, πλην όμως δεν περιέχει καμία παραπομπή στο άρθρο 159 του LSA, το οποίο ρυθμίζει ακριβώς τη δυνατότητα αποκλεισμού του δικαιώματος αναλήψεως. Ακόμη και αν η συστηματική ερμηνεία καθιστά δυνατόν τον αποκλεισμό του επιφυλασσόμενου για τους μετόχους δικαιώματος προτιμησιακής αναλήψεως των μετατρέψιμων σε μετοχές ομολογιών, το άρθρο 293 του LSA, όπως ισχύει εν προκειμένω, θα δημιουργούσε πάντως αμφιβολίες και ανασφάλεια για τους κατ' ιδίαν μετόχους και δεν μπορεί, επομένως, να θεωρηθεί ως ορθή μεταφορά της οδηγίας

στο εσωτερικό δίκαιο, πολλώ δε μάλλον διότι δεν προσκομίσθηκε καμία απόδειξη περί του ότι τα ισπανικά δικαστήρια πράγματι ακολουθούν μια τέτοια συστηματική ερμηνεία.

41. Το *Βασίλειο της Ισπανίας* ισχυρίζεται ότι η συστηματική ερμηνεία του άρθρου 293 του LSA δεν μπορεί να καταλήξει σε διαφορετικό αποτέλεσμα από τη δυνατότητα αποκλεισμού, με απόφαση της γενικής συνελεύσεως, του δικαιώματος προτιμησιακής αναλήψεως των μετατρέψιμων σε μετοχές ομολογιών για τους μετόχους, διότι διαφορετική λύση θα στερείται κάθε λογικής.

42. Η *Δημοκρατία της Φινλανδίας* επισημαίνει ότι ο σκοπός της οδηγίας έγκειται, εν πάση περιπτώσει, σε μια ελάχιστη εναρμόνιση και ότι ακόμη και αν το δικαίωμα προτιμησιακής αναλήψεως των μετατρέψιμων σε μετοχές ομολογιών δεν μπορούσε να αποκλειστεί για τους μετόχους με απόφαση της γενικής συνελεύσεως, αυτό δεν θα συνιστούσε παράβαση της οδηγίας 77/91.

VI — Νομική εκτίμηση

Α — *Εισαγωγικές παρατηρήσεις*

43. Μέχρι τώρα, δεκατρείς οδηγίες και προτάσεις οδηγιών έχουν αφιερωθεί στην προσέγγιση του ουσιαστικού δικαίου των εταιριών των κρατών μελών [4]. Στις οδηγίες αυτές εντάσσεται και η οδηγία 77/91 που εκδόθηκε στις 13 Δεκεμβρίου 1976, η οποία σκοπεί ιδίως στην προσέγγιση των νομοθεσιών των κρατών μελών όσον αφορά την σύσταση της ανωνύμου εταιρίας αλλά και την εισφορά και τη διατήρηση ενός ελαχίστου κεφαλαίου της ανώνυμης εταιρίας και η οποία, κατά συνέπεια, καλείται και «οδηγία περί κεφαλαίων» [5].

44. Το άρθρο 29, παράγραφος 1, της οδηγίας 77/91 κατοχυρώνει, σε κοινοτικό επίπεδο, το δικαίωμα προτιμησιακής αναλήψεως των μετόχων στις περιπτώσεις αυξήσεως κεφαλαίου. Πρέπει, πάντως, να υπομνησθεί ότι το δικαίωμα προτιμησιακής αναλήψεως στηρί-

4 — Βάσει του άρθρου 44, παράγραφος 2, στοιχείο ζ΄, ΕΚ έχουν μέχρι τώρα εκδοθεί δέκα οδηγίες προσεγγίσεως των νομοθεσιών στον τομέα του δικαίου των εταιριών stricto sensu και έχουν μεταφερθεί στο εσωτερικό δίκαιο των κρατών μελών (βλ. Kindler, P., *Münchener Kommentar zum BGB*, 4η έκδοση, 2006, τόμος 11, σημείο 33 Behrens, P., *Handbuch des EU-Wirtschaftsrechts*, τόμος 1, Μόναχο 2004, Ε. ΙΙΙ, σημείο 10, σ. 10 Trstenjak, V., και Kocbek, M., *Evropsko pravo gospodarskih družb*, Λουμπλιάνα 2004, σ. 31 έως 50).

5 — Η ιδιαίτερη σημασία της οδηγίας 77/91 έγκειται, κατ' αρχάς, στο γεγονός ότι θεσπίζει, σε κοινοτικό επίπεδο, την αρχή του σταθερού κεφαλαίου του ευρωπαϊκού ηπειρωτικού δικαίου: Επειδή οι μέτοχοι δεν ευθύνονται προσωπικώς για τα χρέη της εταιρίας, η εταιρία πρέπει, για την προστασία των πιστωτών, να διαθέτει ελάχιστο κεφάλαιο, το οποίο διασφαλίζεται, επιπλέον, με αυστηρές διατάξεις για τη διατήρηση του κεφαλαίου. Κατά συνέπεια, η οδηγία δεν ρυθμίζει μόνο το ελάχιστο κεφάλαιο, αλλά και, πρωτίστως, τους τρόπους εισφοράς σε χρήμα και είδος, την απόκτηση μετοχών μέσω της εταιρίας, την απόσυρση των μετοχών και τις μεταβολές του κεφαλαίου με αύξηση ή μείωση του κεφαλαίου. Πάντως, η οδηγία δεν σκοπεί μόνο, στο μέτρο που ρυθμίζει την εισφορά και τη διατήρηση του κεφαλαίου εγγυήσεως, στην προστασία των πιστωτών. Όπως προκύπτει από τη δεύτερη και την πέμπτη αιτιολογική σκέψη της οδηγίας, πρόκειται μάλλον για την προστασία των μετόχων. Τον σκοπό αυτόν εξυπηρετούν ιδίως οι διατάξεις για τη συμμετοχή της γενικής συνελεύσεως στις αποφάσεις σχετικά με το κεφάλαιο και για τις υποχρεώσεις ενημερώσεως σε περίπτωση σοβαρών ζημιών, η πρόβλεψη δικαιώματος αναλήψεως των μετόχων στις περιπτώσεις αυξήσεως του κεφαλαίου και η καθιέρωση της αρχής της ίσης μεταχειρίσεως. Περαιτέρω, η οδηγία ρυθμίζει σημαντικά ζητήματα σε σχέση με τη σύσταση ανώνυμης εταιρίας. Πρέπει να τονισθούν συναφώς οι διατάξεις που αφορούν το ελάχιστο περιεχόμενο του καταστατικού, της ιδρυτικής πράξεως ή χωριστής πράξεως (βλ. Habersack, M., *Europäisches Gesellschaftsrecht*, 3η έκδοση, Μόναχο 2006, σημεία 3 και 4, σ. 129 επ. Lutter, M., *Europäisches Unternehmensrecht*, 4η έκδοση, Βερολίνο 1996, σ. 109 επ.).

ζεται ήδη, εντός ορισμένων κρατών μελών, σε μακρά νομική παράδοση, η οποία άρχισε να διαμορφώνεται στα μέσα του 19ου αιώνα [6]. Στη θεωρία του συγκριτικού δικαίου γίνεται γενικώς δεκτό ότι το δικαίωμα αυτό προήλθε από την έννομη τάξη του Ηνωμένου Βασιλείου, από τα μέσα του 20ού αιώνα, πλην όμως, τουλάχιστον στο ευρωπαϊκό πλαίσιο, επηρεάστηκε καθοριστικά από τις εξελίξεις στις έννομες τάξεις της Γερμανίας, της Γαλλίας και της Ιταλίας [7]. Η εναρμόνιση του δικαίου των εταιριών των κρατών μελών που συνδέεται με την οδηγία 77/91 είχε ως συνέπεια ότι άλλα κράτη, τα οποία μέχρι τότε είτε δεν αναγνώριζαν το δικαίωμα αυτό στις έννομες τάξεις τους είτε, εν πάση περιπτώσει, δεν του απέδιδαν επιτακτικό χαρακτήρα, υιοθέτησαν το δικαίωμα προτιμησιακής αναλήψεως, πράγμα το οποίο συνέβαλε ουσιωδώς στη διάδοσή του και στην ομογενοποίησή του και πέρα των ορίων της Ευρωπαϊκής Ενώσεως.

45. Το δικαίωμα αναλήψεως εξασφαλίζει στον μέτοχο, στην περίπτωση αυξήσεως κεφαλαίου, δικαίωμα σε τμήμα των νέων μετοχών που αντιστοιχεί στο ποσοστό της μέχρι τότε συμμετοχής του στο κεφάλαιο και του παρέχει τη δυνατότητα να διατηρήσει με τον τρόπο αυτόν το ποσοστό της συμμετοχής του στο κεφάλαιο [8]. Επομένως, ο μέτοχος έχει το δικαίωμα να μετέχει στο εταιρικό κεφάλαιο ανώνυμης εταιρίας κατά το ίδιο ποσοστό που αντιπροσώπευαν μέχρι τότε οι μετοχές του. Για τον λόγο αυτόν, παραδοσιακά επικρατούσε η άποψη ότι το δικαίωμα αναλήψεως των μετόχων είναι ένας αποτελεσματικός μηχανισμός για την προστασία των μεμονωμένων μετόχων και των μετόχων της μειοψηφίας από τα μειονεκτήματα τα οποία ενδέχεται να απορρέουν από τη συνδεόμενη με την αύξηση του κεφαλαίου έκδοση νέων μετοχών. Στα μειονεκτήματα αυτά εντάσσεται η απώλεια δικαιωμάτων συνδεομένων με την ιδιότητα του μετόχου οικονομικής (π.χ. μείωση του δικαιώματος για μερίσματα) και πολιτικής φύσεως, όπως το δικαίωμα συμμετοχής στη λήψη των αποφάσεων (π.χ. περιορισμός των δικαιωμάτων ψήφου) καθώς και λοιπών μη οικονομικών δικαιωμάτων (π.χ. δικαιώματα ενημερώσεως, δικαίωμα συγκλήσεως γενικής συνελεύσεως των μετόχων) [9].

6 — Για μια έρευνα της εξελίξεως του δικαιώματος της προτιμησιακής αναλήψεως στις έννομες τάξεις της Γερμανίας, της Ιταλίας, της Γαλλίας, του Ηνωμένου Βασιλείου, του Βελγίου, της Πορτογαλίας και της Ελβετίας, βλ. Vásquez Albert, D., «El derecho de suscripción preferente en Europa», *Revista de derecho de sociedades*, αριθ. 11 (1999), σ. 79 έως 131.

7 — Βλ. Vásquez Albert, D., «El derecho de suscripción preferente en el Derecho Comunitario», *Revista de derecho mercantil*, αρ. 230 (1998), σ. 1693. Συναφώς, ο γερμανικός νόμος περί ανωνύμων εταιριών επηρέασε σημαντικά τόσο τη δομή όσο και το κανονιστικό περιεχόμενο της οδηγίας 77/91, πράγμα το οποίο προκάλεσε, στον κύκλο των κρατών μελών του *common law,* ορισμένες δυσχέρειες μεταφοράς στο εσωτερικό δίκαιο (βλ. Trstenjak, V., και Kocbek, M., όπ.π. (υποσημείωση 4), σ. 34· Schutte-Venstra, J. N., *Harmonisatie van het kapitaalbeschermingsrecht in de EEG*, Apeldoorn, 1991, σ. 16).

8 — Natterer, J., *Kapitalveränderung der Aktiengesellschaft, Bezugsrecht der Aktionäre und sachlicher Grund*, Bielefeld 2000, σ. 8· Peifer, K.-N., όπ.π. (υποσημείωση 3), § 186 AktG, σημείο 16· *Lamy Sociétés Commerciales* (επιμέλεια: Mestre, J., και Velardocchio, D.), Rueil-Malmaison, 2008, σ. 1835. Βλ. απόφαση της 19ης Νοεμβρίου 1996, C-42/95, Siemens (Συλλογή 1996, σ. I-6017, σκέψη 19), με την οποία το Δικαστήριο εξέτασε τον σκοπό του δικαιώματος προτιμησιακής αναλήψεως, ο οποίος έγκειται στο να αποφευχθεί η μείωση του τμήματος του εταιρικού κεφαλαίου το οποίο αντιπροσωπεύουν οι μετοχές των μετόχων.

9 — Υπό την έννοια αυτή Grechenig, K., «Discriminating Shareholders through the Exclusion of Pre-emption Rights?», *European company and financial law review*, τόμος 4 (2007), αριθ. 4, σ. 577. Οι Yanes Yanes, P., «Derecho de suscripción preferente», *Diccionario de Derecho de Sociedades* (επιμέλεια: Alonso Ledesma, C.), Μαδρίτη 2006, σ. 511, και Davies, P., *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*, 7η έκδοση, Λονδίνο, 2003, σ. 631 επ., υπογραμμίζουν ότι το δικαίωμα προτιμησιακής αναλήψεως επιτελεί δύο λειτουργίες. Αφενός, πρέπει να προστατεύσει τον μέτοχο από την αποδυνάμωση του τμήματος του εταιρικού κεφαλαίου που αντιπροσωπεύουν οι μετοχές του. Αφετέρου, το δικαίωμα αυτό πρέπει να προστατεύσει τον μέτοχο από τον κίνδυνο να απολέσει την επιρροή του στη ζωή της εταιρίας. Ο Pisani Massamormile, A., «Aumento del capitale sociale», *Armonie e disarmonie nel diritto comunitario delle società di capitali*, τόμος 1, Μιλάνο 2003, σ. 714, διακρίνει μεταξύ μιας λειτουργίας διοικητικού χαρακτήρα (σε σχέση με το δικαίωμα ψήφου κάθε μετόχου) και μιας λειτουργίας περιουσιακού χαρακτήρα (σε σχέση με το δικαίωμα κάθε μετόχου να συμμετέχει στα κέρδη) που επιτελεί το δικαίωμα αναλήψεως.

46. Η οδηγία 77/91 υιοθετεί τις θεωρήσεις αυτές, καθόσον εξασφαλίζει ότι, ιδίως στο πλαίσιο ενεργειών που συνδέονται με τη σύσταση εταιρίας καθώς και με την αύξηση ή τη μείωση του κεφαλαίου της, διατηρούνται τα δικαιώματα των μετόχων και των τρίτων. Σύμφωνα με τους σκοπούς που επιδιώκονται με το άρθρο 44, παράγραφος 2, στοιχείο ζ΄, ΕΚ, που αποτελεί τη νομική βάση της, το δικαίωμα αναλήψεως εγγυάται ένα ελάχιστο επίπεδο προστασίας των μετόχων στο σύνολο των κρατών μελών [10].

Β — *Εξέταση των αιτιάσεων*

1. Επί της πρώτης αιτιάσεως

47. Όσον αφορά την κατανομή του βάρους επικλήσεως και αποδείξεως των πραγματικών περιστατικών, υπενθυμίζεται εκ προοιμίου, ότι, στο πλαίσιο της διαδικασίας λόγω παραβάσεως κατά το άρθρο 226 ΕΚ, εναπόκειται στην Επιτροπή να αποδείξει την ύπαρξη της φερομένης παραβάσεως και να προσκομίσει στο Δικαστήριο τα στοιχεία που απαιτούνται για την επαλήθευση εκ μέρους του Δικαστηρίου της υπάρξεως της εν λόγω παραβάσεως, χωρίς η Επιτροπή να μπορεί να στηριχθεί σε οποιοδήποτε τεκμήριο [11]. Αντιθέτως, εναπόκειται στο καθού κράτος μέλος να αμφισβητήσει εμπεριστατωμένως και λεπτομερώς τα προσκομισθέντα στοιχεία και τις εξ αυτών συνέπειες [12].

48. Με την πρώτη αιτίαση, η Επιτροπή προσάπτει παραβίαση της προβλεπόμενης στο άρθρο 42 της οδηγίας 77/91 επιταγής της ίσης μεταχειρίσεως των μετόχων σε συνδυασμό με τις διατάξεις του άρθρου 29, παράγραφοι 1 και 4. Η Επιτροπή θεωρεί ότι υπάρχει παράβαση των εν λόγω κοινοτικών διατάξεων, καθόσον η επίδικη εθνική ρύθμιση του άρθρου 159, παράγραφος 1, στοιχείο c, του LSA παρέχει τη δυνατότητα, στην περίπτωση αυξήσεως του κεφαλαίου με αποκλεισμό του δικαιώματος αναλήψεως, καθορισμού τιμής εκδόσεως για νέες μετοχές, η οποία μπορεί να είναι αισθητά χαμηλότερη της αγοραίας αξίας τους.

49. Το άρθρο 159, παράγραφος 1, στοιχείο c, του LSA προβλέπει συγκεκριμένες προϋποθέσεις για τον αποκλεισμό του δικαιώματος αναλήψεως. Κατά τη διάταξη αυτή, η τιμή των μετοχών που θα εκδοθούν πρέπει να αντιστοιχεί στην «εύλογη αξία», όπως αυτή προκύπτει από την αναφερόμενη στο άρθρο 159, παράγραφος 1, στοιχείο b, του

10 — Αποφάσεις της 30ής Μαΐου 1991, C-19/90 και C-20/90, Καρέλλα (Συλλογή 1991, σ. I-2691, σκέψεις 25 και 30) και της 24ης Μαρτίου 1992, C-381/89, Epas (Συλλογή 1992, σ. I-2111, σκέψεις 27 και 32).

11 — Αποφάσεις της 12ης Μαΐου 2005, C-287/03, Επιτροπή κατά Βελγίου (Συλλογή 2005, σ. I-3761, σκέψη 27), της 14ης Απριλίου 2005, C-341/02, Επιτροπή κατά Γερμανίας (Συλλογή 2005, σ. I-2733, σκέψη 35), της 29ης Μαΐου 2001, C-263/99, Επιτροπή κατά Ιταλίας (Συλλογή 2001, σ. I-4195, σκέψη 27), της 8ης Μαρτίου 2001, C-68/99, Επιτροπή κατά Γερμανίας (Συλλογή 2001, σ. I-1865, σκέψη 38), της 23ης Οκτωβρίου 1997, C-159/94, Επιτροπή κατά Γαλλίας (Συλλογή 1997, σ. I-5815, σκέψη 102) και της 25ης Μαΐου 1982, 96/81, Επιτροπή κατά Κάτω Χωρών (Συλλογή 1982, σ. 1791, σκέψη 6).

12 — Απόφαση της 22ας Σεπτεμβρίου 1988, 272/86, Επιτροπή κατά Ελλάδας (Συλλογή 1988, σ. 4875, σκέψη 21).

LSA έκθεση του διοικητικού οργάνου. Όσον αφορά εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρίες, πρέπει, κατ' αρχήν, να ληφθεί υπόψη η χρηματιστηριακή αξία, στο μέτρο που δεν μπορεί να δικαιολογηθεί άλλη αξία.

50. Πάντως, όπως διαπιστώνει η Επιτροπή, το άρθρο 159, παράγραφος 1, στοιχείο c, δεύτερο εδάφιο, του LSA προβλέπει μια σημαντική εξαίρεση για εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρίες, κατά την οποία η γενική συνέλευση μπορεί να αποφασίσει την έκδοση μετοχών σε οποιαδήποτε τιμή, εφόσον αυτή είναι υψηλότερη από την καθαρή αξία ενεργητικού ανά μετοχή. Η Επιτροπή επισημαίνει συναφώς ότι η αξία μιας μετοχής μπορεί να είναι αισθητά χαμηλότερη της χρηματιστηριακής αξίας της, μία αξία ως προς την οποία ο ίδιος ο LSA θεωρεί ότι αντιστοιχεί στην αγοραία αξία, και κατά συνέπεια στην «εύλογη αξία» της μετοχής. Η Επιτροπή συνάγει ότι ο Ισπανός νομοθέτης παρέσχε ρητή εξουσιοδότηση στη γενική συνέλευση των μετόχων να εκδίδει νέες μετοχές κατά βούληση και αποκλείοντας το δικαίωμα αναλήψεως κάτω της αγοραίας αξίας και, επομένως, κάτω της αξίας που ο Ισπανός νομοθέτης έκρινε «εύλογη».

51. Η Επιτροπή εντοπίζει στη ρύθμιση αυτή κατάφωρη διάκριση εις βάρος των μετόχων οι οποίοι απέκτησαν τις μετοχές τους στην αγοραία αξία σε σχέση με τους νέους μετόχους οι οποίοι απέκτησαν τις μετοχές τους κάτω της αγοραίας αξίας. Κατά την Επιτροπή, οι πρώτοι υφίστανται οικονομική ζημία στο μέτρο που, λόγω της «εκπτώσεως» που χορηγήθηκε στους νέους μετόχους, πρέπει να αποδεχθούν μείωση της αξίας ή υποτίμηση των μετοχών τους.

52. Πάντως, στους ισχυρισμούς της Επιτροπής πρέπει να αντιταχθεί ότι, όσον και αν η ρύθμιση του άρθρου 159, παράγραφος 1, στοιχείο c, δεύτερο εδάφιο, του LSA φαίνεται, εκ πρώτης όψεως, αμφίβολης ορθότητας για λόγους προστασίας των μετόχων [13], η διάταξη αυτή δεν είναι αντίθετη προς τις διατάξεις της οδηγίας 77/91.

53. Όπως ανέφερα στην εισαγωγή των προτάσεων αυτών, η οδηγία 77/91 σκοπεί μόνο στην ελάχιστη προστασία των μετόχων στο σύνολο της Κοινότητας. Αυτό συνάγεται, αφενός, από το κανονιστικό περιεχόμενο της νομικής της βάσεως και, αφετέρου, από τη δεύτερη αιτιολογική σκέψη της οδηγίας αυτής, κατά την οποία, «για να εξασφαλισθεί

13 — O Grechenig, K., *Spanisches Aktien- und GmbH-Recht — Das einstufige Verwaltungssystem in Beziehung zur Hauptversammlung und zu Gesellschafterrechen*, Βιέννη, 2005, σ. 136, χαρακτηρίζει βεβαίως τη διάταξη του άρθρου 159, παράγραφος 1, στοιχείο c, δεύτερο εδάφιο, του LSA αμφίβολης ορθότητας για λόγους που αντλούνται από την προστασία των μετόχων και παραπέμπει συναφώς στην παρούσα προσφυγή λόγω παραβάσεως κατά του Βασιλείου της Ισπανίας, χωρίς ωστόσο να καταλήγει σε δυσμενή μεταχείριση των μετόχων.

μια ελάχιστη ισοδύναμη προστασία [...] των μετόχων [...], είναι ιδιαίτερα σημαντικό να εναρμονισθούν οι εθνικές διατάξεις, που αφορούν [...] την αύξηση [...]του κεφαλαίου τους» [14].

54. Επιπλέον, διαπιστώνεται ότι η οδηγία 77/91 δεν περιέχει καμία διάταξη η οποία επιβάλλει την υποχρέωση να εκδίδονται νέες μετοχές στην «τιμή αγοράς» ή σε μια «εύλογη τιμή». Τούτο είναι ακόμη πιο αξιοσημείωτο, καθόσον η οδηγία 77/91 περιέχει κατά τα λοιπά διεξοδικές ρυθμίσεις ως προς τα καταστατικά των ανωνύμων εταιριών.

55. Ως μοναδική διάταξη της οδηγίας η οποία αφορά την τιμή εκδόσεως μετοχών και έχει συναφώς κάποια σχέση με την παρούσα υπόθεση, μπορεί να αναφερθεί το άρθρο 8, κατά το οποίο «[ο]ι μετοχές δεν δύνανται να εκδίδονται για ποσό κατώτερο από την ονομαστική τους αξία ή, σε περίπτωση ελλείψεως ονομαστικής αξίας, από την λογιστική τους αξία». Αντιθέτως, όπως ορθώς ανέφερε η Κυβέρνηση του Ηνωμένου Βασιλείου, η οδηγία δεν περιέχει καμία ρύθμιση για την τιμή στην οποία πρέπει να προσφέρονται οι νέες μετοχές στην περίπτωση αυξήσεως κεφαλαίου.

56. Από το άρθρο 29, παράγραφος 4, της οδηγίας 77/91 συνάγεται μόνον ότι το διοικητικό όργανο ή η διεύθυνση έχει την υποχρέωση, στη γραπτή έκθεσή του προς τη γενική συνέλευση, «να δικαιολογεί την τιμή εκδόσεως που προτείνεται». Επομένως, το άρθρο 29, παράγραφος 4, της οδηγίας 77/91 αναθέτει την οριστική απόφαση για την τιμή εκδόσεως των νέων μετοχών στη γενική συνέλευση [15], χωρίς να διατυπώνει περαιτέρω οδηγίες.

57. Περαιτέρω, από τη διάταξη του άρθρου 159, παράγραφος 1, στοιχείο c, δεύτερο εδάφιο, του LSA δεν προκύπτει καμία περίπτωση δυσμενούς διακρίσεως των μετόχων. Η αρχή της ίσης μεταχειρίσεως στο άρθρο 42 της οδηγίας 77/91 αντιστοιχεί, όσον αφορά το κανονιστικό της περιεχόμενο, σε απαγόρευση της διακρίσεως, η οποία, κατά παγία νομολογία του Δικαστηρίου, επιβάλλει

14 — Ο Vásquez Albert, D., όπ.π. (υποσημείωση 7), σ. 1714, επισημαίνει ότι οι έννομες τάξεις των κρατών μελών προβλέπουν γενικώς αυστηρότερους κανόνες από το κοινοτικό δίκαιο. Κατά τον συγγραφέα, λόγω του χαρακτήρα της ως ελάχιστου κανόνα προστασίας, η οδηγία 77/91 παρέχει στα κράτη μέλη τη δυνατότητα να θεσπίζουν αυστηρότερους κανόνες. Ο Natterer, J., «Bezugsrechtsausschluss und zweite gesellschaftsrechtliche Richtlinie», *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, 1995, σ. 1483, θεωρεί την οδηγία 77/91 ομοίως ως κανόνα ελάχιστης προστασίας και στηρίζεται συναφώς στη δεύτερη αιτιολογική σκέψη.

15 — Σύμφωνα με το άρθρο 25, παράγραφος 1, της οδηγίας 77/91, κάθε αύξηση του κεφαλαίου πρέπει να αποφασίζεται από τη γενική συνέλευση.

να μην αντιμετωπίζονται διαφορετικά παρεμφερείς καταστάσεις και να μην αντιμετωπίζονται κατά τον ίδιο τρόπο καταστάσεις διαφορετικές, εκτός αν η αντιμετώπιση αυτή δικαιολογείται αντικειμενικώς [16].

58. Η Επιτροπή υποστηρίζει ότι το άρθρο 159, παράγραφος 1, στοιχείο c, δεύτερο εδάφιο, του LSA δεν εξασφαλίζει την ίση μεταχείριση των ήδη υφισταμένων μετόχων έναντι των νέων μετόχων. Με άλλα λόγια, στην παρούσα περίπτωση λαμβάνει προφανώς ως αφετηρία του συλλογισμού της ότι όμοιες καταστάσεις υφίστανται διαφορετική μεταχείριση. Πάντως, επιβάλλεται η διαπίστωση ότι η Επιτροπή στηρίζει την πρώτη αιτίαση μόνον εξ πρώτης όψεως [17] σε υποτιθέμενη άνιση μεταχείριση, εφόσον το κέντρο βάρους της επιχειρηματολογίας της έγκειται στην έκθεση των δυνάμει δυσμενών οικονομικών συνεπειών εκδόσεως μετοχών κάτω από την αγοραία αξία για τους μετόχους [18]. Με τον τρόπο αυτόν, δεν εκθέτει εμπεριστατωμένα κατά πόσον οι ήδη υπάρχοντες μέτοχοι και οι νέοι μέτοχοι βρίσκονται στην ίδια θέση. Αυτό αποκτά ακόμη μεγαλύτερη σημασία, εφόσον το άρθρο 42 της οδηγίας 77/91 απαιτεί οι νομοθεσίες των κρατών μελών να εγγυώνται ίση μεταχείριση των μετόχων «που βρίσκονται στην ίδια θέση». Κατά συνέπεια, λείπει η εμπεριστατωμένη εξέταση εκ μέρους της Επιτροπής της συνδρομής της πρώτης προϋποθέσεως της αρχής της ίσης μεταχειρίσεως [19]. Τούτο επικρίνεται ορθώς τόσον από την Ισπανική όσο και από τη Βρετανική Κυβέρνηση.

59. Κατά συνέπεια, η Επιτροπή δεν απέδειξε κατά πόσον η αρχή της ίσης μεταχειρίσεως του άρθρου 42 της οδηγίας 77/91 έχει εν προκειμένω εφαρμογή. Η απλή επίκριση εθνικού κανόνα ο οποίος μπορεί υπό ορισμένες συνθήκες να έχει δυσμενείς οικονομικές συνέπειες —πράγμα, άλλωστε, που δεν αποδείχθηκε από την Επιτροπή με συγκεκριμένες αποδείξεις— δεν μπορεί να αντικαταστήσει την περιγραφή ή την απόδειξη της υπάρξεως αντικειμενικά αδικαιολόγητης άνισης μεταχειρίσεως ομοίων περιπτώσεων. Συναφώς η Επιτροπή δεν εκπλήρωσε τις υποχρεώσεις της όσον αφορά το βάρος της αποδείξεως.

60. Ανεξαρτήτως αυτού, είναι αμφίβολο αν η ρήτρα της ίσης μεταχειρίσεως του άρθρου 42 της οδηγίας 77/91, λόγω του ότι το κανονιστικό της περιεχόμενο είναι μάλλον αόριστο [20], μπορεί να εφαρμοστεί σε μια

16 — Αποφάσεις της 27ης Μαρτίου 1980, 66/79, 127/79 και 128/79, Salumi κ.λπ. (Συλλογή 1980, σ. 1237, σκέψη 14), της 20ής Σεπτεμβρίου 1988, 203/86, Ισπανία κατά Συμβουλίου (Συλλογή 1988, σ. 4563, σκέψη 25), της 17ης Απριλίου 1997, C-15/95, EARL de Kerlast (Συλλογή 1997, σ. I-1961, σκέψη 35), της 13ης Απριλίου 2000, C-292/97, Karlsson κ.λπ. (Συλλογή 2000, σ. I-2737, σκέψη 39), της 6ης Μαρτίου 2003, C-14/01, Niemann (Συλλογή 2003, σ. I-2279, σκέψη 49) και της 22ας Ιουνίου 2006, C-182/03, Βέλγιο κατά Επιτροπής (Συλλογή 2006, σ. I-5479, σκέψη 170).

17 — Βλ. το σημείο 34 του υπομνήματος αντικρούσεως.

18 — Βλ. σημείο 23 του δικογράφου της προσφυγής και σημεία 10, 22 του υπομνήματος απαντήσεως.

19 — Κατά τον Rossi, M., Calliess και Ruffert (επιμέλεια), *Kommentar zu EUV/EGV*, 3η έκδοση, 2007, άρθρο 20, Grundrechtecharta, σημείο 19, σ. 2629, ο γενικός κανόνας περί ισότητας χαρακτηρίζεται από την εξέταση σε δύο ή τρία στάδια: στο πρώτο στάδιο πρέπει να διαπιστώνεται αν υφίστανται διαφορετική μεταχείριση παρεμφερών καταστάσεων (ή ίδια μεταχείριση διαφορετικών καταστάσεων). Στο δεύτερο στάδιο πρέπει να εξετασθεί αν η εν λόγω διαφορετική μεταχείριση (ή ίδια μεταχείριση) είναι ενδεχομένως δικαιολογημένη. Ενδέχεται, υπό ορισμένες συνθήκες, να χωρεί έλεγχος αναλογικότητας.

20 — Ο Grechenig, K., όπ.π. (υποσημείωση 9), σ. 581, επικρίνει το αόριστο κανονιστικό περιεχόμενο της ρήτρας της ίσης μεταχειρίσεως του άρθρου 42 της οδηγίας 77/91. Οι Hefermehl, W., και Bungeroth, E., *Aktiengesetz*, τόμος 1, Μόναχο, 1984, § 53a, σημείο 13, σ. 14, επικρίνουν τον ασαφή χαρακτήρα της διατάξεως αυτής. Ο Grundmann, S., *Europäisches Gesellschaftsrecht*, Χαϊδελβέργη, 2004, σημείο 325, σ. 146, εκθέτει, όσον αφορά τη δογματική της ρήτρας αυτής, ότι η επιταγή της ίσης μεταχειρίσεως ισχύει μεν πρωτίστως για τα ζητήματα του κεφαλαίου, πλην όμως είναι διατυπωμένη κατά γενικό τρόπο. Επομένως, πρέπει να εξειδικευθεί μέσω κατ' ιδίαν κανόνων.

τόσο ειδική περίπτωση όπως ο καθορισμός της τιμής εκδόσεως νέων μετοχών στην περίπτωση αυξήσεως κεφαλαίου.

61. Επιπλέον, η αρχή της ίσης μεταχειρίσεως των μετόχων, η οποία αναγνωρίζεται στις έννομες τάξεις πλειόνων κρατών μελών της Κοινότητας, δεν ερμηνεύεται, κατά την κρατούσα γνώμη, υπό την έννοια υποχρεώσεως της εταιρίας να επιφυλάσσει την ίδια μεταχείριση στους μετόχους, αλλά μάλλον υπό την έννοια ότι η άνιση μεταχείριση πρέπει να είναι επαρκώς και αντικειμενικώς δικαιολογημένη [21]. Η μέριμνα της Επιτροπής να μην είναι δυνατός ο καθορισμός της τιμής εκδόσεως των νέων μετοχών σε επίπεδο χαμηλότερο από την τιμή αποκτήσεως των μετοχών των παλαιών μετόχων καταλήγει, αντιθέτως, σε τελική ανάλυση σε αυστηρή μεταφορά της αρχής της ίσης μεταχειρίσεως η οποία, όπως προαναφέρθηκε, όχι μόνο δεν επιβάλλεται από την οδηγία, ελλείψει σαφών νομικών κατευθύνσεων, αλλά και δεν αντιστοιχεί ούτε στην εταιρική πραγματικότητα, πολλώ μάλλον διότι, λόγω των διακυμάνσεων της αγοράς των μετοχών, η αξία των μετοχών εισηγμένης στο χρηματιστήριο εταιρίας και, κατά συνέπεια, η τιμή τους θα παρουσιάζει πάντοτε διαφορές.

62. Όπως ορθώς εκθέτουν η Ισπανική Κυβέρνηση και η Κυβέρνηση του Ηνωμένου Βασιλείου, το γεγονός αυτό έχει ως συνέπεια ότι κάθε μέτοχος, ανάλογα με τον χρόνο αποκτήσεως και την εκάστοτε χρηματιστηριακή τιμή, θα έχει αποκτήσει τις μετοχές του σε διαφορετική τιμή. Επομένως, θα υπάρχουν πάντοτε μέτοχοι που έχουν αποκτήσει τις μετοχές τους σε τιμή χαμηλότερη ή υψηλότερη από την τιμή εκδόσεως. Για τον λόγο αυτόν δεν μπορεί να υποστηριχθεί βασίμως ότι όλοι οι μέτοχοι βρίσκονται στην ίδια θέση. Επιπλέον, πρέπει να ληφθεί υπόψη ότι η τιμή των μετοχών εξαρτάται από πολλούς παράγοντες οικονομικής φύσεως όπως η οικονομική εξέλιξη δεδομένης εταιρίας ή ακόμη η κατάσταση της παγκόσμιας οικονομίας. Προσέτι, καθοριστική επιρροή ασκεί και η εξέλιξη της αγοράς, δηλαδή η προσφορά και η ζήτηση. Οι διαφορές που υφίστανται μεταξύ των παλαιών και των νέων μετόχων σε σχέση με την τιμή στην οποία απέκτησαν τις μετοχές τους αντιστοίχως δεν απορρέουν, επομένως, από άνιση μεταχείριση που πρέπει να καταλογιστεί στην εταιρία [22], αλλά είναι η συνέπεια εξελίξεως που αφορά ειδικά τις χρηματοπιστωτικές αγορές.

21 — Οι Hefermehl, W., Bungeroth, E., όπ.π. (υποσημείωση 20), § 53a, σημεία 13 και 14, σ. 14, τονίζουν, όσον αφορά το γράμμα του άρθρου 53 a του γερμανικού νόμου περί ανωνύμων εταιριών («unter gleichen Voraussetzungen»), με το οποίο μεταφέρθηκε στο γερμανικό δίκαιο το άρθρο 42 της οδηγίας 77/91, ότι η διάταξη αυτή αφήνει περιθώρια για αντικειμενικές διακρίσεις. Κατά τους συγγραφείς αυτούς, αυτό παρέχει τη δυνατότητα να αποφευχθεί η ξένη προς τη φύση της επιταγής της ίσης μεταχειρίσεως ακαμψία. Κατά συνέπεια, οι ως άνω συγγραφείς ερμηνεύουν τη διάταξη αυτή ως απαγόρευση των αυθαιρεσιών. Ομοίως και ο Grundmann, S., όπ.π. (υποσημείωση 20), σημείο 325, σ. 146· Bujalka, E., *Der Schutz von Minderheitsaktionären bei Umstrukturierungen im deutschen und slowakischen Aktienrecht*, Φρανκφούρτη, 2006, σ. 56· Castellano Ramírez, M. J., «Aumento del capitale sociale», *Armonie e disarmonie nel diritto comunitario delle società di capitali*, τόμος 1, Μιλάνο, 2003, σ. 837. Όπως διευκρινίζει ο Vásquez Albert, D., *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas* (hrsg. von Ignacio Arroyo und José Miguel Embid), τόμος II, άρθρο 159, σ. 1671 επ., η αρχή της ίσης μεταχειρίσεως δεν περιλαμβάνεται ρητώς στον ισπανικό νόμο περί ανωνύμων εταιριών, αλλά αναπτύχθηκε κυρίως από τη θεωρία, η οποία στηρίχθηκε στη νομική έννοια του άρθρου 42 της οδηγίας 77/91. Κατά την άποψη του συγγραφέα, η αρχή της ίσης μεταχειρίσεως δεν επιβάλλει την ίδια μεταχείριση όλων των μετόχων. Απαγορεύει μόνο την αυθαίρετη ή την εισάγουσα δυσμενείς διακρίσεις άνιση μεταχείριση, όχι όμως την αντικειμενικά δικαιολογημένη άνιση μεταχείριση. Ο συγγραφέας είναι της γνώμης ότι υπάρχει παραβίαση της αρχής της ίσης μεταχειρίσεως στην περίπτωση αυξήσεως κεφαλαίου όταν ένα τμήμα των νέων μετοχών εκδίδεται μόνο για ένα μέρος των μετόχων αποκλειομένων των λοιπών μετόχων και μετοχών.

22 — Πάντως, αυτό θα αποτελούσε προϋπόθεση εφαρμογής της αρχής της ίσης μεταχειρίσεως στο δίκαιο των εταιριών, διότι η αρχή αυτή δεν εφαρμόζεται, κατά κανόνα, παρά μόνο στις σχέσεις μεταξύ της ανώνυμης εταιρίας και των μετόχων της [βλ. Herfermehl, W., και Bungeroth, E., όπ.π. (υποσημείωση 20), § 53a, σημείο 19, σ. 16].

63. Όσον αφορά την επικρινόμενη από την Επιτροπή δυνατότητα καθορισμού της τιμής εκδόσεως των νέων μετοχών σε επίπεδο χαμηλότερο της αγοραίας αξίας, επιβάλλεται, κατ' αρχάς, η παρατήρηση ότι η επιχειρηματολογία της Επιτροπής φέρει το στίγμα της μονομέρειας, διότι, κατά τα φαινόμενα, η Επιτροπή λαμβάνει ως αφετηρία ότι μπορεί να υπάρχει άνιση μεταχείριση μεταξύ των παλαιών και των νέων μετόχων μόνον στην περίπτωση κατά την οποία η τιμή με την οποία οι παλαιοί μέτοχοι απέκτησαν τις μετοχές τους αντιστοιχούσε ακριβώς στην αγοραία αξία, ενώ μόνον οι νέοι μέτοχοι επωφελήθηκαν εκπτώσεως. Αντιθέτως, Επιτροπή δεν διατυπώνει άποψη ως προς την ενδεχόμενη εφαρμογή της αρχής της ίσης μεταχειρίσεως σε μία εξίσου πιθανή εναλλακτική περίπτωση, κατά την οποία τρίτοι αποκτούν τις νέες μετοχές σε τιμή η οποία υπερβαίνει μάλιστα την αγοραία αξία ή οι ίδιοι οι παλαιοί μέτοχοι απέκτησαν τις μετοχές τους σε τιμή κατώτερη της αγοραίας αξίας.

64. Επιπλέον, πρέπει να ληφθεί υπόψη το γεγονός ότι η δυνατότητα καθορισμού της τιμής εκδόσεως των νέων μετοχών και σε επίπεδο χαμηλότερο της αγοραίας αξίας προβλέπεται όχι μόνο από την επίδικη ισπανική νομοθεσία, αλλά και από τις ισχύουσες νομοθεσίες άλλων κρατών μελών, πράγμα το οποίο η Επιτροπή αναγνωρίζει ρητώς στο υπόμνημα απαντήσεως [23]. Αυτό συμβαίνει με τη γερμανική [24], τη γαλλική [25], την ιταλική [26] νομοθεσία, καθώς και με τη νομοθεσία της Σλοβενίας [27] και του Ηνωμένου Βασιλείου [28].

65. Περαιτέρω, πρέπει να δοθεί ιδιαίτερη προσοχή στο επιχείρημα που προέβαλαν τόσον η Ισπανική όσο και η Πολωνική Κυβέρνηση, ότι η οδηγία 77/91 και ο LSA

23 — Βλ. υπόμνημα απαντήσεως, σημείο 16.

24 — Κατά το άρθρο 186, παράγραφος 3, τέταρτο εδάφιο, του γερμανικού νόμου περί ανωνύμων εταιριών, η τιμή εκδόσεως δεν πρέπει «να είναι ουσιωδώς χαμηλότερη» από τη χρηματιστηριακή τιμή. Το άρθρο 255, παράγραφος 1, του γερμανικού νόμου περί ανωνύμων εταιριών παρέχει τη δυνατότητα αμφισβητήσεως της νομιμότητας αυξήσεως κεφαλαίου με αντιστάθμισμα εισφορές. Κατά τη διάταξη αυτή, όταν το δικαίωμα προτιμησιακής αναλήψεως των μετόχων αποκλείεται εν όλω ή εν μέρει, η αμφισβήτηση αυτή μπορεί να στηρίζεται και στο γεγονός ότι η τιμή εκδόσεως που απορρέει από την απόφαση περί αυξήσεως του κεφαλαίου ή το ελάχιστο ποσό κάτω από το οποίο δεν μπορούν να εκδοθούν οι νέες μετοχές είναι «υπερβολικά χαμηλό». Μπορεί να συναχθεί το συμπέρασμα ότι, κατά το γερμανικό δίκαιο, είναι δυνατή η έκπτωση υπό αυστηρές προϋποθέσεις (βλ., υπό την έννοια αυτή, Schlitt, M., και Seiler, O., «Aktuelle Rechtsfragen bei Bezugsrechtsemissionen», *Wettbewerb in Recht und Praxis,* 2003, τεύχος 45, σ. 2176).

25 — Το άρθρο 7 του διατάγματος 2005-112, της 10ης Φεβρουαρίου 2005, για την τροποποίηση του διατάγματος 67-236, της 23ης Μαρτίου 1967, για τις εμπορικές εταιρίες και τις κινητές αξίες που εκδίδονται από τις εμπορικές εταιρίες (*JORF* 36 της 12ης Φεβρουαρίου 2005, σ. 2404, κείμενο υπ' αριθ. 30), προβλέπει ότι η τιμή εκδόσεως είναι τουλάχιστον ίση με τον μέσο όρο των χρηματιστηριακών τιμών των τριών τελευταίων συνεδριάσεων του χρηματιστηρίου που προηγήθηκαν του καθορισμού της, ενδεχομένως «μειωμένη κατά μέγιστη περικοπή 5 %».

26 — Το άρθρο 2441, παράγραφος 6, του ιταλικού αστικού κώδικα προβλέπει ότι η τιμή εκδόσεως πρέπει να λαμβάνει υπόψη τη χρηματιστηριακή τιμή των έξι τελευταίων μηνών.

27 — Κατά το άρθρο 400, παράγραφος 2, του σλοβενικού νόμου περί εμπορικών εταιριών, η αμφισβήτηση της νομιμότητας της αυξήσεως κεφαλαίου μπορεί να στηρίζεται και στο γεγονός ότι η τιμή εκδόσεως που απορρέει από την απόφαση περί αυξήσεως του κεφαλαίου ή το ελάχιστο ποσό κάτω από το οποίο δεν μπορούν να εκδοθούν οι νέες μετοχές είναι «υπερβολικά χαμηλό» (βλ. Kocbek, M., *Veliki komentar Zakona o gospodarskih družbah/ZGD-1,* επιμέλεια: Kocbek, M., τόμος 2, Λουμπλιάνα, 2007, άρθρο 400, σ. 738 επ.).

28 — Δυνάμει των «Guidelines» του «Pre-emption Group», τμήμα του οποίου αποτελούν η London Stock Exchange καθώς και διάφορες εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρίες και τράπεζες, είναι, κατ' αρχήν, δυνατές εκπτώσεις του 5 % σε σχέση με την αγοραία αξία. Πάντως, σημαντικότερες εκπτώσεις δεν αποκλείονται (βλ. Myners, P., *Pre-emption rights on a public company's ability to raise new capital*, 8 Φεβρουαρίου 2005, σ. 47, διαθέσιμο στον δικτυακό τόπο http://www.berr.gov.uk/files/file28436.pdf). Οι «Guidelines» δεν έχουν βεβαίως νομικά δεσμευτικό χαρακτήρα, αλλά τηρούνται στην πλειονότητα των περιπτώσεων (βλ. Gower και Davies, *The Principles of Modern Company Law*, 7η έκδοση, Λονδίνο, 2003, σ. 637).

προβλέπουν εγγυήσεις για να εμποδίσουν τον καθορισμό τιμής εκδόσεως πολύ χαμηλότερης της αγοραίας αξίας. Όπως ήδη αναφέρθηκε, η οδηγία 77/91 αναθέτει την απόφαση αυτή στη γενική συνέλευση [29]. Σύμφωνα με το άρθρο 29, παράγραφος 4, της οδηγίας 77/91, το διοικητικό όργανο ή η διεύθυνση έχει την υποχρέωση να παρουσιάσει στη συνέλευση γραπτή έκθεση, η οποία να αναφέρει τους λόγους περιορισμού ή αποκλεισμού του δικαιώματος προτιμήσεως και να δικαιολογεί την τιμή εκδόσεως που προτείνεται. Εξ άλλου, το άρθρο 159 του LSA βαίνει πέρα των επιταγών που θέτει το κοινοτικό δίκαιο, απαιτώντας, επιπλέον, έκθεση ειδικά ορισμένου προς τούτο ελεγκτή από το γραφείο εμπορικού μητρώου, η οποία πρέπει να περιέχει τις ακόλουθες ενδείξεις: 1) εκτίμηση του εύλογου χαρακτήρα της αξίας της μετοχής, 2) εκτίμηση της αξίας των δικαιωμάτων προτιμησιακής αναλήψεως και 3) έλεγχο της ακρίβειας των ενδείξεων της εκθέσεως του διοικητικού οργάνου.

66. Αντίθετα προς τους ισχυρισμούς της Επιτροπής, η απόφαση περί αποκλεισμού του δικαιώματος προτιμησιακής αναλήψεως και το είδος της εκδόσεως δεν ανήκει στην πλήρη διακριτική ευχέρεια της γενικής συνελεύσεως των μετόχων. Όπως η υποχρέωση ενημερώσεως του άρθρου 29, παράγραφος 4, της οδηγίας 77/91, οι πρόσθετες υποχρεώσεις ενημερώσεως που προβλέπει το εθνικό δίκαιο σκοπούν να διασφαλίσουν ότι, προς το συμφέρον των μετόχων και των πιστωτών, η απόφαση πρέπει να είναι επαρκώς αιτιολογημένη [30]. Κατά συνέπεια, ανεξαρτήτως του αν οι εκθέσεις είναι ή όχι νομικά δεσμευτικές, η συνέλευση των μετόχων πρέπει οπωσδήποτε να λάβει την απόφαση αυτή προς το συμφέρον των μετόχων και βάσει των εκθέσεων που της υποβλήθηκαν. Επομένως, οι αυστηρότερες απαιτήσεις για την έκδοση των νέων μετοχών [31] που προβλέπει το άρθρο 159 του LSA σκοπούν στην προστασία των μετόχων και δεν μπορούν, κατά συνέπεια, να θεωρηθούν ως απλοί διαδικαστικοί κανόνες [32]. Αντιθέτως, πρέπει να θεωρηθούν ως πρόσθετες εγγυήσεις που εμποδίζουν τον καθορισμό υπερβολικά χαμηλής τιμής εκδόσεως.

29 — Βλ. σημείο 56 των προτάσεων αυτών.

30 — Βλ., υπό την ίδια έννοια, Bagel, F., *Der Ausschluss des Bezugsrechts in Europa*, Κολωνία, 1999, σ. 352, κατά τον οποίο το άρθρο 29, παράγραφος 4, της οδηγίας 77/91, προβλέποντας υποχρέωση ενημερώσεως, προϋποθέτει ότι η απόφαση της γενικής συνελεύσεως των μετόχων πρέπει να είναι δεόντως αιτιολογημένη.

31 — Νομίζω ότι οι διατάξεις αυτές συνάδουν προς το κοινοτικό δίκαιο λόγω του ότι θεσπίζουν αυστηρότερες προϋποθέσεις προστασίας του δικαιώματος προτιμησιακής αναλήψεως των μετόχων. Δυνάμει της νομολογίας του Δικαστηρίου, πρόκειται για προϋπόθεση που τάσσει η οδηγία 77/91 για τη θέσπιση αυστηρότερων κανόνων από τα κράτη μέλη. Αυτό προκύπτει από την απόφαση Siemens (προπαρατεθείσα στην υποσημείωση 8, σκέψη 22). Η απόφαση εκείνη είχε ως αντικείμενο αίτηση για την έκδοση προδικαστικής αποφάσεως που υπέβαλε το γερμανικό Bundesgerichtshof ζητώντας από το Δικαστήριο να αποφανθεί ως προς το αν η σχετική με τον αποκλεισμό του δικαιώματος προτιμησιακής αναλήψεως νομολογία του ήταν σύμφωνη προς το κοινοτικό δίκαιο. Από το 1978, δηλαδή μετά την έναρξη της ισχύος της οδηγίας 77/91, το Bundesgerichtshof απαιτούσε έλεγχο των συμφερόντων της πλειοψηφίας και της μειοψηφίας των μετόχων, αντιστοίχως, καθώς και ο αποκλεισμός του δικαιώματος προτιμησιακής αναλήψεως να είναι αναγκαίος και σύμφωνος προς την αρχή της αναλογικότητας. Το Δικαστήριο έδωσε καταφατική απάντηση στο ερώτημα αυτό στηριζόμενο στον σύμφωνο προς τον προστατευτικό σκοπό της οδηγίας χαρακτήρα της νομολογίας αυτής.

32 — Βλ. υπό την έννοια αυτή, Grechenig, K., όπ.π. (υποσημείωση 13), σ. 135 έως 137, ο οποίος συνδέει με την προστασία των μετόχων τις επιταγές του άρθρου 159 του LSA σε σχέση με τον αποκλεισμό του δικαιώματος προτιμησιακής αναλήψεως, με την υποχρέωση ενημερώσεως της εταιρίας έναντι της γενικής συνελεύσεως των μετόχων και με τον καθορισμό της τιμής εκδόσεως. Ο Bagel, F., όπ.π. (υποσημείωση 29), σ. 353, υπογραμμίζει ότι τα κράτη μέλη εξήρτησαν τον αποκλεισμό του δικαιώματος προτιμησιακής αναλήψεως από πρόσθετες τυπικές και ουσιαστικές προϋποθέσεις σε σχέση με αυτές του άρθρου 29, παράγραφος 4, της οδηγίας 77/91. Κατά τον συγγραφέα αυτόν, οι αυξημένες απαιτήσεις σε σχέση με την υποχρέωση ενημερώσεως και προσκομίσεως πρόσθετων εκθέσεων δεν είναι αντίθετες στην οδηγία, αλλά συμβάλλουν, αντιθέτως, στην ενίσχυση της προστασίας των μετόχων και των πιστωτών. Αυτό αντιστοιχεί και στην άποψη του Henze, H., «Das Richtlinienrecht und der Schutz der Minderheitsgesellschaftern und Gläubigern im deutschen Aktienrecht — verdeckte Sacheinlage, Bezugsrecht und Verschmelzungsbericht», *Systembildung und Systemlücken in Kerngebieten des europäischen Privatrechts*, 2000, σ. 249, κατά την οποία το περιεχόμενο του άρθρου 29, παράγραφος 4, της οδηγίας 77/91 δεν ρυθμίζει μόνον τυπικά ζητήματα, αλλά λαμβάνει υπόψη και συνθήκες που συμβάλλουν στην προστασία των εταίρων της μειοψηφίας επιβάλλοντας στο διοικητικό συμβούλιο την υποχρέωση να προσκομίσει στη γενική συνέλευση των μετόχων έκθεση η οποία να αναφέρει τους λόγους περιορισμού ή αποκλεισμού του δικαιώματος προτιμήσεως και να δικαιολογήσει την τιμή εκδόσεως που προτείνεται.

67. Κατόπιν του συνόλου των ανωτέρω σκέψεων, δεν είναι σαφές κατά πόσον το άρθρο 159 του LSA θα μπορούσε να αντιβαίνει στη διάταξη του άρθρου 42 σε συνδυασμό με τη διάταξη του άρθρου 29, παράγραφοι 1 και 4, της οδηγίας 77/19.

68. Κατά συνέπεια, η πρώτη αιτίαση πρέπει να απορριφθεί ως αβάσιμη.

2. Επί της δεύτερης αιτιάσεως

69. Με τη δεύτερη αιτίαση, η Επιτροπή προβάλλει παράβαση του άρθρου 29, παράγραφος 1, της οδηγίας 77/91 λόγω του ότι το άρθρο 158, παράγραφος 1, του LSA δεν παρέχει μόνο στους μετόχους αλλά και στους κατόχους ομολογιών μετατρέψιμων σε μετοχές το δικαίωμα προτιμησιακής αναλήψεως μετοχών σε περίπτωση αυξήσεως του καλυφθέντος κεφαλαίου με εισφορές σε μετρητά.

70. Πρέπει να συμφωνήσω με τη διαπίστωση της Επιτροπής ότι, καθόσον χορηγεί δικαίωμα προτιμησιακής αναλήψεως και στους κατόχους μετατρέψιμων σε μετοχές ομολογιών, αντίθετα προς το άρθρο 29, παράγραφος 1, της οδηγίας 77/91 το οποίο λαμβάνει υπόψη μόνο τους μετόχους [33], το άρθρο 158, παράγραφος 1, του LSA, τουλάχιστον κατά το γράμμα του, είναι αντίθετο προς τις διατάξεις της οδηγίας [34] πράγμα το οποίο συνηγορεί υπέρ της απόψεως ότι συντρέχει παράβαση του κοινοτικού δικαίου.

71. Η Ισπανική Κυβέρνηση παραδέχεται ότι υπάρχει αντίθεση προς το γράμμα της οδηγίας [35], αντιτάσσει όμως ότι το άρθρο 29, παράγραφος 1, της οδηγίας 77/91 κάνει λόγο για «κατά προτίμηση» και όχι για «αποκλειστική» προσφορά νέων μετοχών στους μετόχους. Περαιτέρω, η Ισπανική Κυβέρνηση απορρίπτει τη γραμματική ερμηνεία και επιλέγει, αντ' αυτής, ερμηνεία που στηρίζεται στους σκοπούς της οδηγίας 77/91 και στα συμφέροντα της εταιρίας και η οποία θεωρεί ότι και οι κάτοχοι μετατρέψιμων σε μετοχές ομολογιών ανήκουν επίσης στον κύκλο των δικαιούχων κατά το άρθρο 29, παράγραφος 1, της οδηγίας 77/91.

33 — Από απόψεως συγκριτικού δικαίου, προσήκει να σημειωθεί ότι το άρθρο 29, παράγραφος 1, της οδηγίας 77/91 μεταφέρθηκε στο γερμανικό δίκαιο με τα άρθρα 186 και 221, παράγραφος 4, του νόμου περί ανωνύμων εταιριών της 6ης Σεπτεμβρίου 1965 (*BGBl.* I, σ. 1083, που τροποποιήθηκε τελευταίως με το άρθρο 11 του νόμου της 16ης Ιουλίου 2007, *BGBl.* I, σ. 1330) και στο αυστριακό δίκαιο με τα άρθρα 153 και 174 του ομοσπονδιακού νόμου της 31ης Μαρτίου 1965 περί ανωνύμων εταιριών (*BGBl.* 98/1965, που τροποποιήθηκε τελευταίως με *BGBl.* I, 42/2001). Δυνάμει των διατάξεων αυτών, μόνον οι μέτοχοι έχουν δικαίωμα προτιμησιακής αναλήψεως των νέων μετοχών και των μετατρέψιμων σε μετοχές ομολογιών.

34 — Οι Vásquez Albert, D., όπ.π. (υποσημείωση 7), σ. 1698, Pisani Massamormile, A., όπ.π. (υποσημείωση 9), σ. 714, και Castellano Ramírez, M. J., όπ.π. (υποσημείωση 21), σ. 829, διαπιστώνουν ορθώς ότι το άρθρο 29, παράγραφος 1, της οδηγίας 77/91, αντίθετα προς το άρθρο 158, παράγραφος 1, του LSA, δεν παρέχει δικαίωμα προτιμησιακής αναλήψεως στους κατόχους μετατρέψιμων σε μετοχές ομολογιών. Ο Castellano Ramírez διευκρινίζει ότι η αναγνώριση του δικαιώματος αυτού και στους κατόχους μετατρέψιμων σε μετοχές ομολογιών είναι απόφαση του Ισπανού νομοθέτη η οποία δεν ελήφθη εν όψει της μεταφοράς της οδηγίας 77/91 στο εσωτερικό δίκαιο.

35 — Βλ. σημείο 39 του υπομνήματος αντικρούσεως.

72. Είμαι της γνώμης ότι η ερμηνεία που προτείνει η Ισπανική Κυβέρνηση είναι αντίθετη προς το γράμμα του άρθρου 29, παράγραφος 1, της οδηγίας 77/91. Ομοίως, δεν μπορεί επιπλέον να στηριχθεί ούτε σε συστηματική ή τελολογική ερμηνεία της διατάξεως αυτής.

73. Το άρθρο 29, παράγραφος 1, της οδηγίας 77/91 προβλέπει σαφώς ότι σε κάθε αύξηση του καλυφθέντος κεφαλαίου, οι μετοχές πρέπει να προσφερθούν κατά προτίμηση στους μετόχους «ανάλογα με το τμήμα του κεφαλαίου, που αντιπροσωπεύουν οι μετοχές τους». Όπως ορθώς εκθέτει η Επιτροπή, οι μετατρέψιμες σε μετοχές ομολογίες δεν ανήκουν, εν πάση περιπτώσει, στο καλυφθέν κεφάλαιο της επιχειρήσεως. Εξ αυτού έπεται ότι είναι αδύνατον να πραγματοποιηθεί διανομή των μετοχών ανάλογα με κάποιο τμήμα του κεφαλαίου στους κατόχους μετατρέψιμων σε μετοχές ομολογιών.

74. Σε αντιδιαστολή προς την άποψη της Ισπανικής Κυβερνήσεως, η έννοια του «μετόχου», κατά το άρθρο 29, παράγραφος 1, της οδηγίας 77/91, δεν μπορεί να νοηθεί ως καλύπτουσα και τους κατόχους μετατρέψιμων σε μετοχές ομολογιών. Αντιθέτως, από τη σύγκριση μεταξύ του άρθρου 29, παράγραφος 1, και του άρθρου 29, παράγραφος 6, της οδηγίας 77/91 προκύπτει ότι, όταν νομοθέτησε για το δικαίωμα προνομιακής αναλήψεως των μετόχων, ο κοινοτικός νομοθέτης είχε πλήρη γνώση της υπάρξεως των μετατρέψιμων σε μετοχές ομολογιών και των παρεμφερών τίτλων, κατά μείζονα λόγο διότι στο άρθρο 29, παράγραφος 6, γίνεται μνεία των «τίτλων που είναι μετατρέψιμοι σε μετοχές». Η διάταξη αυτή θα ήταν περιττή εάν και οι κάτοχοι μετατρέψιμων σε μετοχές ομολογιών έπρεπε να θεωρηθούν ως μέτοχοι.

75. Όπως ορθώς διαπιστώνει η Ισπανική Κυβέρνηση, το άρθρο 29, παράγραφος 1, της οδηγίας 77/91 δεν προβλέπει ότι οι νέες μετοχές πρέπει να προσφέρονται «αποκλειστικά» στους μετόχους. Άλλωστε, αυτός δεν είναι ο σκοπός του δικαιώματος προτιμησιακής αναλήψεως των μετόχων, που αποτελεί το αντικείμενο της παρούσας υποθέσεως. Επομένως, η επιχειρηματολογία της Ισπανικής Κυβερνήσεως είναι συναφώς αλυσιτελής. Πρόκειται μάλλον για τη δυνάμει του νόμου απονομή νομικού καθεστώτος [36] το οποίο παρέχει στους μετόχους τη δυνατότητα, σε περίπτωση αυξήσεως του κεφαλαίου, να αποκτήσουν κατά προτεραιότητα τις νέες μετοχές που εκδίδονται. Η οδηγία επιβάλλει στον Ισπανό νομοθέτη την υποχρέωση να δημιουργήσει, κατά τη μεταφορά της οδηγίας στο εθνικό δίκαιο, τις νόμιμες προϋποθέσεις ώστε να καταστεί δυνατή η άσκηση του δικαιώματος προτεραιότητας. Αυτό αντιστοιχεί στην υποχρέωσή του να εξασφαλίσει την πρακτική αποτελεσματικότητα της οδηγίας λαμβάνοντας υπόψη τους σκοπούς που επιδιώκονται με αυτήν [37]. Πάντως, οι εν λόγω νόμιμες προϋποθέσεις δεν συντρέχουν εάν οι κάτοχοι των μετατρέψιμων σε μετοχές ομολογιών μπορούν να αμφισβητήσουν το δικαίωμα προτιμησιακής αναλήψεως των μετόχων χωρίς το ρητώς προστατευόμενο από την οδηγία δικαίωμα των μετόχων να επιβάλλεται εκ του νόμου [38].

36 — Αντιθέτως, κατά τον Natterer, J., όπ.π. (υποσημείωση 8), σ. 68, το δικαίωμα προτιμησιακής αναλήψεως δεν χρήζει νομοθετικής προβλέψεως. Κατά τον συγγραφέα αυτόν, το εν λόγω δικαίωμα είναι μάλλον, από δογματικής απόψεως, φυσικό δικαίωμα των μελών νομικού προσώπου το οποίο υφίσταται επί τη βάσει κεφαλαίου.

37 — Δυνάμει παγίας νομολογίας, η μεταφορά οδηγίας στο εσωτερικό δίκαιο πρέπει να εξασφαλίζει πράγματι την πλήρη εφαρμογή της (βλ., ιδίως, τις αποφάσεις της 9ης Σεπτεμβρίου 1999, C-217/97, Επιτροπή κατά Γερμανίας, Συλλογή 1999, σ. I-5087, σκέψη 31, της 16ης Νοεμβρίου 2000, C-214/98, Επιτροπή κατά Ελλάδας, Συλλογή 2000, σ. I-9601, σκέψη 49, και της 11ης Ιουλίου 2002, C-62/00, Marks & Spencer, Συλλογή 2002, σ. I-6325, σκέψη 26).

38 — Βλ., ενόψει συγκρίσεως, τη νομική κατάσταση στη Γερμανία και στην Αυστρία. Δυνάμει των άρθρων 187 του γερμανικού νόμου περί ανωνύμων εταιριών και 154 του αυστριακού νόμου περί ανωνύμων εταιριών, δικαιώματα αναλήψεως των νέων μετοχών μπορούν βεβαίως να χορηγηθούν στους κατόχους μετατρέψιμων σε μετοχές ομολογιών, αλλά μόνον υπό την επιφύλαξη του δικαιώματος προτιμησιακής αναλήψεως των μετόχων. Ο κανόνας αυτός συμβάλλει στην αποτροπή του ενδεχομένου προσβολής του δικαιώματος προτιμησιακής αναλήψεως των μετόχων.

76. Το άρθρο 158, παράγραφος 1, του LSA τείνει προς την αντίθετη κατεύθυνση από τον σκοπό του άρθρου 29, παράγραφος 1, της οδηγίας 77/91, ο οποίος έγκειται στη διασφάλιση του δικαιώματος προτιμησιακής αναλήψεως των μετόχων. Όπως αναφέρθηκε προηγουμένως, το δικαίωμα αυτό αποσκοπεί να προστατεύσει τον μέτοχο από την αποδυνάμωση της συμμετοχής του στο κεφάλαιο [39]. Πάντως, ο στόχος αυτός δεν θα επιτυγχανόταν εάν παρεχόταν και στους κατόχους μετατρέψιμων σε μετοχές ομολογιών το δικαίωμα προτιμησιακής αναλήψεως μετοχών, οπότε αυτοί θα τελούσαν σε σχέση ανταγωνισμού με τους μετόχους κατά την έκδοση νέων μετοχών στο πλαίσιο αυξήσεως του κεφαλαίου της εταιρίας [40].

77. Η άσκηση του δικαιώματος αυτού τους παρέχει πράγματι τη δυνατότητα να αποκτήσουν συμμετοχή στο κεφάλαιο χωρίς να χρειάζεται προηγουμένως να μετατρέψουν τις ομολογίες τους σε μετοχές. Αυτό έχει ως συνέπεια ότι οι μέτοχοι διατρέχουν τον κίνδυνο της αποδυναμώσεως της συμμετοχής τους στο κεφάλαιο προς όφελος των κατόχων μετατρέψιμων σε μετοχές ομολογιών, ενώ, ενδεχομένως, αυτοί δεν πληρούν τις προϋποθέσεις που θέτει η γενική συνέλευση των μετόχων για τη μετατροπή των ομολογιών σε μετοχές. Ο κίνδυνος μειώσεως της συμμετοχής τους και, κατά συνέπεια, επιδεινώσεως της θέσεως των μετόχων εμφανίζεται για πρώτη φορά όταν οι κάτοχοι μετατρέψιμων σε μετοχές ομολογιών πληρούν τις προϋποθέσεις για τη μετατροπή των ομολογιών σε μετοχές, κατά μείζονα λόγο διότι αυτοί διαθέτουν στην περίπτωση αυτή δύο εναλλακτικές δυνατότητες να αποκτήσουν συμμετοχή στην εταιρία. Η συνέπεια των ανωτέρω θα ήταν να ευνοηθούν οι κάτοχοι των μετατρέψιμων σε μετοχές ομολογιών εις βάρος των μετόχων [41].

78. Από τις προηγούμενες σκέψεις συνάγεται ότι το άρθρο 158, παράγραφος 1, του LSA, στο μέτρο που δεν παρέχει μόνο στους μετόχους αλλά και στους κατόχους μετατρέψιμων σε μετοχές ομολογιών το δικαίωμα προτιμησιακής αναλήψεως για μετοχές στην περίπτωση αυξήσεως του καλυφθέντος κεφαλαίου, αντιβαίνει τόσο στο γράμμα όσο και στο πνεύμα και στον σκοπό του άρθρου 29, παράγραφος 1, της οδηγίας 77/91.

79. Κατά συνέπεια, η δεύτερη αιτίαση είναι βάσιμη.

3. Επί της τρίτης αιτιάσεως

80. Με την τρίτη αιτίασή της η Επιτροπή προβάλλει παράβαση του άρθρου 29, παράγραφος 6, σε συνδυασμό με το άρθρο 29,

39 — Βλ. ανωτέρω, σημείο 45.

40 — Κατά τον Grechenig, K., όπ.π. (υποσημείωση 9), σημείο 4, σ. 583, το δικαίωμα προτιμησιακής αναλήψεως των μετόχων περιορίζεται αδιαμφισβήτητα εάν άλλοι επενδυτές απολαύουν ισοδυνάμων δικαιωμάτων. Ο Castellano Ramírez, M. J., όπ.π. (υποσημείωση 21), σ. 829, υποσημείωση 135, φρονεί ότι οι μέτοχοι μπορούν ενδεχομένως να υποστούν κυρώσεις όταν, λόγω του ανταγωνισμού με τους κατόχους μετατρέψιμων σε μετοχές ομολογιών, μειώνονται οι πιθανότητές τους να αποκτήσουν νέες μετοχές. Ο συγγραφέας αυτός παραπέμπει στις επικρίσεις που διατύπωσε η ισπανική θεωρία όσον αφορά τον εν λόγω κανόνα.

41 — Ο Alonso Espinosa, F. J., *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas* (επιμέλεια: Arroyo, I., και Miguel Embid, J.), τόμος III, άρθρα 292, 293 και 294, σ. 2815, επισημαίνει ομοίως τον κίνδυνο να ευνοηθούν υπερβολικά οι κάτοχοι μετατρέψιμων σε μετοχές ομολογιών εις βάρος των μετόχων.

παράγραφος 1, της οδηγίας 77/91, καθόσον το άρθρο 293, παράγραφος 2, του LSA παρέχει το δικαίωμα προτιμησιακής αναλήψεως τίτλων μετατρέψιμων σε μετοχές όχι μόνο στους μετόχους αλλά και στους κατόχους μετατρέψιμων ομολογιών προηγουμένων εκδόσεων.

81. Όπως ήδη διαπιστώθηκε, το άρθρο 29, παράγραφος 1, της ίδιας οδηγίας παρέχει μόνο στους μετόχους δικαίωμα προτιμησιακής αναλήψεως των μετοχών. Από το άρθρο 29, παράγραφος 6, της οδηγίας 77/91 συνάγεται περαιτέρω ότι οι παράγραφοι 1 έως 5 ισχύουν για την έκδοση όλων των τίτλων που είναι μετατρέψιμοι σε μετοχές. Η παραπομπή αυτή στο άρθρο 29, παράγραφος 1, έχει την έννοια ότι η οδηγία 77/91 παρέχει μόνο στους μετόχους δικαίωμα προτιμησιακής αναλήψεως τίτλων που είναι μετατρέψιμοι σε μετοχές [42].

82. Αντιθέτως, το άρθρο 293, παράγραφος 2, του LSA προβλέπει ότι το ίδιο δικαίωμα παρέχεται στους κατόχους μετατρέψιμων σε μετοχές ομολογιών προηγουμένων εκδόσεων. Επομένως, επιβάλλεται και εν προκειμένω η διαπίστωση ότι η εθνική νομοθεσία βαίνει πέραν αυτού που προβλέπει η οδηγία 77/91. Η εν λόγω υπέρβαση του κανονιστικού πλαισίου που θέτει το κοινοτικό δίκαιο συνιστά εν πάση περιπτώσει παράβαση της οδηγίας 77/91, επειδή παράγει δυσμενή για τους μετόχους αποτελέσματα.

83. Λαμβανομένης υπόψη της καταστάσεως που ήδη περιγράφηκε στο πλαίσιο της δεύτερης αιτιάσεως, υπάρχει πράγματι και σε σχέση με την απόκτηση μετατρέψιμων σε μετοχές ομολογιών ανταγωνισμός μεταξύ των μετόχων και των κατόχων μετατρέψιμων ομολογιών προηγουμένων εκδόσεων. Συναφώς, οι ισχύουν, τηρουμένων των αναλογιών, και εν προκειμένω οι αναλύσεις μου σχετικά με τη δεύτερη αιτίαση.

84. Κατά συνέπεια, η τρίτη αιτίαση είναι βάσιμη.

4. Επί της τέταρτης αιτιάσεως

85. Με την τέταρτη αιτίαση, η Επιτροπή προβάλλει παράβαση του άρθρου 29, παράγραφος 6, σε συνδυασμό με το άρθρο 29, παράγραφος 4, της οδηγίας 77/91, καθόσον ο LSA δεν προβλέπει ότι η γενική συνέλευση των μετόχων μπορεί να αποφασίσει τον αποκλεισμό του δικαιώματος προτιμησιακής αναλήψεως ομολογιών μετατρέψιμων σε μετοχές.

86. Το άρθρο 29, παράγραφος 4, της οδηγίας 77/91 ορίζει ότι η γενική συνέλευση μπορεί με απόφασή της, υπό προϋποθέσεις που καθορίζονται διεξοδικώς, να αποκλείσει το δικαίωμα αναλήψεως των μετόχων. Σύμφωνα με το άρθρο 29, παράγραφος 6, της οδηγίας 77/91, η διάταξη αυτή ισχύει και για το δικαίωμα αναλήψεως των μετόχων όσον αφορά την έκδοση τίτλων που είναι μετατρέψιμοι σε μετοχές.

42 — Υπό την έννοια αυτή και Vásquez Albert, D., όπ.π. (υποσημείωση 7), σ. 1698.

87. Όσον αφορά τη μεταφορά των προαναφερθεισών κοινοτικών διατάξεων στο ισπανικό δίκαιο, επιβάλλεται η διαπίστωση ότι το άρθρο 159 του LSA προβλέπει ρητώς το δικαίωμα της γενικής συνελεύσεως να αποφασίσει τον αποκλεισμό του δικαιώματος αναλήψεως. Αντιθέτως, το άρθρο 293 του LSA, το οποίο παρέχει στους μετόχους της εταιρίας το δικαίωμα προτιμησιακής αναλήψεως μετατρέψιμων σε μετοχές ομολογιών, δεν προβλέπει το ίδιο δικαίωμα της γενικής συνελεύσεως να αποκλείει το δικαίωμα αναλήψεως όσον αφορά τους τίτλους αυτούς. Ενώ δηλαδή, σύμφωνα με το άρθρο 293, παράγραφος 3, του LSA, στο δικαίωμα προτιμησιακής αναλήψεως τίτλων που είναι μετατρέψιμοι σε μετοχές έχουν εφαρμογή οι διατάξεις του άρθρου 158 του νόμου αυτού, η παραπομπή αυτή δεν καταλαμβάνει και το άρθρο 159 του LSA. Υπό τις συνθήκες αυτές, θα συμφωνήσω με την Επιτροπή ότι ο ισπανικός LSA, ως πράξη κράτους μέλους για τη μεταφορά οδηγίας στο εσωτερικό δίκαιο, αποκλίνει, τουλάχιστον ως προς το γράμμα του, από τις απαιτήσεις της οδηγίας.

88. Οι αναλύσεις της Ισπανικής Κυβερνήσεως ότι είναι αναγκαία η συστηματική ερμηνεία των διατάξεων του LSA, για να καταλήξει ότι το ισπανικό δίκαιο περί ανωνύμων εταιριών προβλέπει τον αποκλεισμό του δικαιώματος προτιμησιακής αναλήψεως ομολογιών μετατρέψιμων σε μετοχές, δεν μπορούν να αποδυναμώσουν το συμπέρασμα αυτό. Η Ισπανική Κυβέρνηση δεν παρέσχε, μεταξύ άλλων, διευκρινίσεις γιατί το άρθρο 293, παράγραφος 3, του LSA δεν παραπέμπει άμεσα στη βασική ρύθμιση του άρθρου 159 του LSA όσον αφορά τον αποκλεισμό του δικαιώματος αναλήψεως, πράγμα το οποίο θα συνηγορούσε μάλλον υπέρ της ερμηνείας που η ίδια προτείνει.

89. Γνωρίζω ότι για την εξέταση του ζητήματος, αν μια διάταξη του εθνικού δικαίου τελεί σε αντίφαση προς το κοινοτικό δίκαιο, καθοριστική σημασία δεν έχει μόνο το γράμμα της διατάξεως αυτής αλλά περαιτέρω πρέπει να ληφθεί υπόψη η ερμηνεία της διατάξεως αυτής από τα εθνικά δικαστήρια [43]. Λόγω του ότι αντικατοπτρίζει την ερμηνεία του νόμου όπως επιβάλλεται σε όλα τα υποκείμενα δικαίου, η νομολογία κράτους μέλους συνιστά αναγκαίο κριτήριο για την εκτίμηση της σύμφωνης προς το κοινοτικό δίκαιο μεταφοράς στο εθνικό δίκαιο και της ερμηνείας του δικαίου αυτού. Πάντως, η Ισπανική Κυβέρνηση δεν παρέσχε κανένα στοιχείο το οποίο θα μπορούσε να στηρίξει σύμφωνη προς το κοινοτικό δίκαιο ερμηνεία του LSA από τα ανώτατα δικαστήρια και να καταδείξει ποια είναι η κρατούσα γνώμη στη θεωρία [44]. Αντ' αυτού επικαλέστηκε τη δική της ερμηνεία του νόμου, χωρίς να διαλύσει εντελώς τις υφιστάμενες αμφιβολίες όσον αφορά την ορθή μεταφορά της οδηγίας στο εσωτερικό δίκαιο. Κατά συνέπεια, οι ισχυρισμοί της πρέπει να θεωρηθούν, σύμφωνα με τους δικονομικούς κανόνες του βάρους

43 — Οι Lenaerts, K., Arts, D., και Maselis, I., *Procedural Law of the European Union*, 2η έκδοση, Λονδίνο 2006, σημείο 5-056, σ. 162, επισημαίνουν ότι το περιεχόμενο εθνικών νόμων, κανονιστικών αποφάσεων ή διοικητικών διατάξεων πρέπει να αξιολογείται υπό το πρίσμα της ερμηνείας στην οποία προβαίνουν τα εθνικά δικαστήρια. Η σύμφωνη προς το κοινοτικό δίκαιο ερμηνεία του εθνικού δικαίου ήταν, όπως αναφέρθηκε ήδη στην υποσημείωση 27 των προτάσεων αυτών, αντικείμενο αιτήσεως για την έκδοση προδικαστικής αποφάσεως του γερμανικού Bundesgerichtshof στην υπόθεση C-42/95, Siemens/Nold.

44 — Πάντως, φαίνεται ότι ορισμένοι Ισπανοί συγγραφείς υποστήριξαν ότι, εφόσον το άρθρο 293, παράγραφος 3, του LSA δεν περιέχει παραπομπή στο άρθρο 159 του ιδίου νόμου, το δικαίωμα προτιμησιακής αναλήψεως των μετατρέψιμων σε μετοχές ομολογιών δεν μπορεί να αποκλεισθεί (βλ., ιδίως, Vicent Chulia, F., *Compendio crítico de derecho mercantil*, 3η έκδοση, Βαρκελώνη, 1991, σ. 800). Σήμερα, η πλειονότητα των Ισπανών συγγραφέων υποστηρίζει τη συστηματική και τελολογική ερμηνεία της διατάξεως αυτής, ή τουλάχιστον αναλογική εφαρμογή του άρθρου 159 του LSA στο δικαίωμα προτιμησιακής αναλήψεως των κατόχων μετατρέψιμων σε μετοχές ομολογιών (βλ. Alonso Espinosa, F.J., όπ.π., υποσημείωση 41 ανωτέρω, σ. 2818 επ., και Grechenig, K., όπ.π., υποσημείωση 9, σ. 584). Πάντως, είναι γνωστό ότι η αναλογική εφαρμογή προϋποθέτει κενό στη νομοθεσία το οποίο δεν θέλησε ο νομοθέτης. Με την προσφυγή της όμως η Επιτροπή επικρίνει ακριβώς την ύπαρξη κενού στη νομοθεσία.

αποδείξεως, ως μη αρκούντως εμπεριστατωμένοι.

90. Ανεξαρτήτως των ανωτέρω, συμμερίζομαι την άποψη της Επιτροπής ότι οι προαναφερθείσες εθνικές διατάξεις δεν παρουσιάζουν, εν πάση περιπτώσει, ένα ελάχιστο βαθμό ακρίβειας και σαφήνειας και, κατά συνέπεια, δεν πληρούν τις επιταγές της ασφάλειας δικαίου και της σαφήνειας.

91. Βεβαίως η μεταφορά οδηγίας στο εσωτερικό δίκαιο δεν απαιτεί οπωσδήποτε την κατά λέξη επανάληψη των διατάξεών της σε ειδική και ρητή διάταξη νόμου [45]. Πάντως, τα κράτη μέλη οφείλουν, κατά παγία νομολογία, προκειμένου να διασφαλίζουν την πλήρη εφαρμογή του κοινοτικού δικαίου, να προσαρμόσουν προς το κοινοτικό δίκαιο όχι μόνο το δίκαιό τους, αλλά και να δημιουργήσουν περαιτέρω μια τόσο ακριβή, σαφή και διαφανή κατάσταση, ώστε να καθίσταται δυνατόν για τον ιδιώτη να γνωρίζει πλήρως τα δικαιώματά του και να τα προβάλλει ενώπιον των εθνικών δικαστηρίων [46]. Ο Ισπανός νομοθέτης δεν μετέφερε ορθώς στο εσωτερικό δίκαιο τη διάταξη του άρθρου 29, παράγραφος 6, σε συνδυασμό με τη διάταξη της παραγράφου 4 του ιδίου άρθρου, της οδηγίας 77/91 λόγω του ότι από το άρθρο 293, παράγραφος 3, του LSA δεν προκύπτει αδιαμφισβήτητα ότι η γενική συνέλευση των μετόχων μπορεί να αποφασίσει τον αποκλεισμό του δικαιώματος προτιμησιακής αναλήψεως των μετατρέψιμων σε μετοχές ομολογιών.

92. Κατά συνέπεια, και η αιτίαση αυτή είναι βάσιμη.

VII — Επί των δικαστικών εξόδων

93. Κατά το άρθρο 69, παράγραφος 2, του Κανονισμού Διαδικασίας, ο ηττηθείς διάδικος καταδικάζεται στα δικαστικά έξοδα. Επειδή το Βασίλειο της Ισπανίας ηττήθηκε κατ' ουσίαν, πρέπει να καταδικασθεί στα δικαστικά έξοδα.

45 — Αποφάσεις της 15ης Μαρτίου 1990, C-339/87, Επιτροπή κατά Κάτω Χωρών (Συλλογή 1990, σ. I-851, σκέψη 25), της 28ης Φεβρουαρίου 1991, C-131/88, Επιτροπή κατά Γερμανίας (Συλλογή 1991, σ. I-825, σκέψη 8) και της 30ής Μαΐου 1991, C-59/89, Επιτροπή κατά Γερμανίας (Συλλογή 1991, σ. I-2607, σκέψη 18).

46 — Βλ. υπό την έννοια αυτή, σε σχέση με οδηγίες, τις αποφάσεις της 28ης Φεβρουαρίου 1991, C-360/87, Επιτροπή κατά Ιταλίας (Συλλογή 1991, σ. I-791, σκέψη 12), και της 15ης Ιουνίου 1995, C-220/94, Επιτροπή κατά Λουξεμβούργου (Συλλογή 1995, σ. I-1589, σκέψη 10). Βλ. περαιτέρω τις αποφάσεις της 18ης Ιανουαρίου 2001, C-162/99, Επιτροπή κατά Ιταλίας (Συλλογή 2001, σ. I-541, σκέψεις 22 έως 25), και της 6ης Μαρτίου 2003, C-478/01, Επιτροπή κατά Λουξεμβούργου (Συλλογή 2003, σ. I-2351, σκέψη 20).

VIII — Πρόταση

94. Βάσει των ανωτέρω σκέψεων, προτείνω στο Δικαστήριο:

— να αναγνωρίσει ότι το Βασίλειο της Ισπανίας, παραλείποντας να μεταφέρει ορθώς στην εσωτερική του έννομη τάξη την οδηγία 77/91/ΕΟΚ του Συμβουλίου, της 13ης Δεκεμβρίου 1976, περί συντονισμού των εγγυήσεων που απαιτούνται στα κράτη μέλη εκ μέρους των εταιριών κατά την έννοια του άρθρου 58, δεύτερη παράγραφο, της Συνθήκης, για την προστασία των συμφερόντων των εταίρων και των τρίτων, με σκοπό να καταστούν οι εγγυήσεις αυτές ισοδύναμες όσον αφορά την σύσταση της ανωνύμου εταιρίας και τη διατήρηση και τις μεταβολές του κεφαλαίου της, παρέβη τις υποχρεώσεις που υπέχει από την οδηγία αυτή και ειδικότερα από:

α) το άρθρο της 29, παράγραφος 1, διότι το καθού παρέχει το δικαίωμα προτιμησιακής αναλήψεως μετοχών στην περίπτωση αυξήσεως του καλυφθέντος κεφαλαίου με εισφορές σε μετρητά όχι μόνο στους μετόχους, αλλά και στους κατόχους ομολογιών μετατρέψιμων σε μετοχές·

β) το άρθρο της 29, παράγραφος 6, σε συνδυασμό με το άρθρο της 29, παράγραφος 1, διότι το καθού παρέχει το δικαίωμα προτιμησιακής αναλήψεως τίτλων μετατρέψιμων σε μετοχές όχι μόνο στους μετόχους, αλλά και στους κατόχους ομολογιών μετατρέψιμων σε μετοχές προηγουμένων εκδόσεων·

γ) το άρθρο της 29, παράγραφος 6, σε συνδυασμό με το άρθρο 29, παράγραφος 4, διότι το καθού δεν προέβλεψε ότι η γενική συνέλευση των μετόχων μπορεί να

αποφασίσει τον αποκλεισμό του δικαιώματος προτιμησιακής αναλήψεως ομολογιών μετατρέψιμων σε μετοχές,

— να απορρίψει, κατά τα λοιπά, την προσφυγή ως αβάσιμη,

— να καταδικάσει το Βασίλειο της Ισπανίας στα δικαστικά έξοδα.