JULKISASIAMIEHEN RATKAISUEHDOTUS

VERICA TRSTENJAK

4 päivänä syyskuuta 2008 [1]

I Johdanto

1. Esillä olevassa asiassa on kyse komission EY 226 artiklan nojalla nostamasta jäsenyysvelvoitteiden noudattamatta jättämistä koskevasta kanteesta, jossa se pyytää Euroopan yhteisöjen tuomioistuinta toteamaan, että Espanjan kuningaskunta ei ole noudattanut direktiivin 77/91/ETY [2] (jäljempänä direktiivi 77/91) 29 ja 42 artiklan mukaisia velvoitteitaan, koska se ei ole pannut mainittuja säännöksiä asianmukaisesti täytäntöön kansallisessa lainsäädännössään.

2. Kanne koskee osakkeenomistajien merkintäetuoikeuden eri näkökohtia osakeyhtiöiden osakepääoman korotusten yhteydessä, ennen kaikkea merkintäoikeuden poistamisen oikeudellisia edellytyksiä, jäsenvaltion sellaisen säännöksen yhteensopivuutta yhteisön oikeuden kanssa, jolla myönnetään merkintäoikeus myös vaihtovelkakirjojen [3] haltijoille, sekä sellaisia yhteisön oikeudessa säädettyjä ehtoja, jotka on otettava huomioon uusien osakkeiden merkintähinnan määrityksessä.

II Asiaa koskevat oikeussäännöt

A *Yhteisön oikeus*

3. Direktiivin 77/91 oikeusperustana on EY 44 artiklan 2 kohdan g alakohta, jonka

1 – Alkuperäinen kieli: saksa.

2 – Niiden takeiden yhteensovittamisesta samanveroisiksi, joita jäsenvaltioissa vaaditaan perustamissopimuksen 58 artiklan 2 kohdassa tarkoitetuilta yhtiöiltä niiden jäsenten sekä ulkopuolisten etujen suojaamiseksi osakeyhtiöitä perustettaessa sekä niiden pääomaa säilytettäessä ja muutettaessa, 13.12.1976 annettu toinen neuvoston direktiivi 77/91/ETY (EYVL 1977, L 26, s. 1).

3 – Vaihtovelkakirjat (Wandelschuldverschreibung) ovat velkakirjoja, joiden velkojalle myönnetään takaisinmaksuoikeuden lisäksi erityisenä oikeutena oikeus vaihtaa velkakirja osakkeiksi tai hankkia uusia osakkeita (vrt. Nagele, *Kommentar zum Aktiengesetz* (toim. Peter Jabornegg ja Rudolf Strasser), 4. painos, Wien, 2002, III osa (osakeyhtiölain 145–273 §), 5 kohta, s. 5; Peifer, K.-N., *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, 2. painos, 2005, osakeyhtiölain 186 §, 33 kohta; Hüffer, U., *Aktiengesetz*, 8. painos, osa 53, osakeyhtiölain 160 §, 12 kohta; Holland, B., "Die Bedienung von Wandelanleihen aus genehmigtem Kapital", *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht*, 2006, nro 23, s. 892 ja Kocbek, M., *Veliki komentar Zakona o gospodarskih družbah / ZGD-1* (toim. Marijan Kocbek), 2. osa, Ljubljana, 2007, 371 artikla, s. 664 ja sitä seuraava sivu). Osakkeiksi vaihdettavat velkakirjat ovat taloudelliselta kannalta katsottuna hybridiarvopapereita, koska ne tuottavat obligaatioina kiinteän tuoton ja osakkeiksi vaihdettuina vaihtelevan tuoton (vrt. Tapia Hermida, A. J., "Obligaciones convertibles", *Diccionario de Derecho de Sociedades* (toim. Carmen Alonso Ledesma), Madrid, 2006, s. 820 ja sitä seuraavat sivut).

mukaan neuvosto ja komissio sovittavat yhteen ja pyrkivät tekemään samanvertaisiksi ne takeet, joita jäsenvaltioissa edellytetään yhtiöiltä niin yhtiön jäsenten kuin ulkopuolisten etujen turvaamiseksi.

4. Direktiivin 77/91 johdanto-osan toisessa ja viidennessä perustelukappaleessa todetaan seuraavaa:

”yhdenmukaisen vähimmäissuojan takaamiseksi tällaisten osakeyhtiöiden osakkeenomistajille ja velkojille on erityisen tärkeää sovittaa yhteen ne kansalliset säännökset, jotka koskevat tällaisten osakeyhtiöiden perustamista sekä niiden pääoman säilyttämistä, korottamista ja alentamista,

– –

[EY 44 artiklan 2 kohdan g alakohdan] tavoitteet huomioon ottaen pääoman korottamista tai alentamista koskevassa jäsenvaltioiden lainsäädännössä on tarpeen varmistaa, että noudatetaan ja yhdenmukaistetaan samassa asemassa olevien osakkeenomistajien yhdenvertaisen kohtelun periaatetta sekä periaatetta sellaisten velkojien suojaamisesta, joiden saatavat ovat syntyneet ennen alentamispäätöstä.”

5. Direktiivin 77/91 29 artiklassa säädetään seuraavaa:

”1. Aina kun pääomaa korotetaan vastiketta vastaan, osakkeita on tarjottava etuoikeuksin osakkeenomistajille suhteessa siihen osuuteen, jota heidän osakkeensa edustavat pääomasta.

– –

4. Merkintäetuoikeutta ei saa rajoittaa tai poistaa yhtiöjärjestyksen tai perustamiskirjan määräyksellä. Yhtiökokouksen päätöksellä voidaan näin kuitenkin tehdä. Hallinto- tai johtoelimen on tällöin annettava yhtiökokoukselle kirjallinen selvitys, josta käyvät ilmi etuoikeuden rajoittamisen tai poistamisen perusteet ja jossa perustellaan osakkeiden ehdotettu merkintähinta. Yhtiökokouksen päätös tehdään noudattaen 40 artiklan säännöksiä päätösvaltaisuudesta ja enemmistöstä. – –

– –

6. Mitä 1–5 kohdassa säädetään, sovelletaan myös laskettaessa liikkeeseen arvopapereita, jotka voidaan vaihtaa osakkeiksi tai joihin liittyy oikeus niiden merkitsemiseen, mutta ei

tällaisten arvopapereiden vaihtamiseen osakkeiksi tai merkintäoikeuden käyttämiseen."

6. Direktiivin 77/91 42 artiklassa säädetään seuraavaa:

"Tämän direktiivin täytäntöönpanemiseksi jäsenvaltioiden lainsäädännön on taattava kaikille samassa asemassa oleville osakkeenomistajille yhdenvertainen kohtelu."

"Kun osakepääomaa korotetaan laskemalla liikkeeseen uusia tavallisia tai etuoikeutettuja osakkeita, osakkeenomistajat ja vaihtovelkakirjojen haltijat voivat käyttää oikeuttaan merkitä sellainen lukumäärä osakkeita, joka vastaa heidän omistamiensa osakkeiden nimellisarvon suhteellista osuutta tai sen nimellisarvon suhteellista osuutta, joka vaihtovelkakirjojen haltijoiden osakkeilla olisi, jos he käyttäisivät kyseisenä ajankohtana vaihto-oikeuttaan määräaikana, jonka yhtiön hallintoelin määrää ja joka pörssinoteeratuilla yhtiöillä ei saa olla lyhyempi kuin 15 päivää ja kaikissa muissa tapauksissa lyhyempi kuin kuukausi osakkeiden merkintätarjouksen ilmoittamisesta kaupparekisterin ilmoituslehdessä (Boletín Oficial del Registro Mercantil)."

B *Kansallinen lainsäädäntö*

9. LSA:n 159 §:ssä säädetään LSA:n 158 §:ssä tarkoitetusta merkintäetuoikeuden poistamisesta seuraavaa:

7. Direktiivi 77/91 pantiin Espanjan lainsäädännössä täytäntöön 22.12.1989 annetun kuninkaan asetuksen (Real Decreto Legislativo) 1564/1989, jolla muutettiin osakeyhtiölakia (Ley de Sociedades Anónimas, jäljempänä LSA), 158, 159 ja 293 §:llä.

"1. Jos yhtiön etu sitä vaatii, yhtiökokous voi osakepääoman korotusta koskevan päätöksen yhteydessä päättää merkintäetuoikeuden täydellisestä tai osittaisesta poistamisesta. Jotta tämä päätös, jonka on oltava 144 §:n säännösten mukainen, olisi pätevä, se on tehtävä seuraavalla tavalla:

8. LSA:n 158 §:n 1 momentissa säädetään merkintäetuoikeudesta uusien osakkeiden avulla tapahtuvan osakeyhtiöiden pääoman korotuksen yhteydessä seuraavaa:

a) Yhtiökokouksen kutsussa on mainittava ehdotus merkintäetuoikeuden poistamisesta ja uuden osakeannin tyyppi.

b) Kun yhtiökokous kutsutaan kokoon, osakkeenomistajille on 144 §:n 1 momentin c kohdan mukaisesti annettava käyttöön hallintoelimen laatima selvitys, jossa se yksityiskohtaisesti perustelee ehdotuksen ja osakeannin tyypin ja nimeää henkilöt, joille merkintäoikeus annetaan, sekä yhtiön tilintarkastajaan nähden erillisen tilintarkastajan, jonka kaupparekisteri nimittää, sen vastuulla laadittu selvitys yhtiön osakkeiden kohtuullisesta arvosta, niiden merkintäetuoikeuksien teoreettisesta arvosta, joiden poistamista ehdotetaan, ja hallintoelimen ilmoittamien tietojen täsmällisyydestä.

Kun pörssinoteerattujen yhtiöiden yhtiökokouksella on käytettävissään hallintoelimen laatima selvitys ja b kohdassa mainittu kirjanpitäjän selvitys, joissa on mainittava osakkeiden nettovarallisuusarvo, se voi edellisestä poiketen päättää uusien osakkeiden liikkeeseen laskemisesta mihin hintaan tahansa, mutta vain, jos hinta on korkeampi kuin vastaava, tilintarkastajan selvityksessä mainittu nettovarallisuusarvo, yhtiökokous voi myös rajoittua vahvistamaan menetelmän, jota sovelletaan hinnan määrittämisessä.

– –”

10. LSA:n 293 §:ssä säädetään osakkeiksi vaihdettavien velkakirjojen merkintäetuoikeudesta seuraavaa:

c) Liikkeeseen laskettavien osakkeiden nimellisarvon ja mahdollisen lisämaksun summan on vastattava tilintarkastajien selvityksessä mainittua kohtuullista arvoa. Pörssinoteeratun yhtiön osakkeiden kohtuullisena arvona on pidettävä pörssinoteerauksen perusteella määritettävää markkina-arvoa, jolloin liikkeelle lähdetään siitä, jollei toisin todisteta.

”1. Yhtiön osakkeenomistajilla on etuoikeus merkitä vaihtovelkakirjoja.

2. Sama oikeus on aikaisempien osakeantien vaihtovelkakirjojen haltijoilla vaihtosäännöissä määritetyssä suhteessa.

3. Vaihtovelkakirjojen merkintäetuoikeuteen voidaan soveltaa tämän lain 158 §:n säännöksiä.”

III Oikeudenkäyntiä edeltänyt menettely

11. Komissio lähetti 15.1.2004 Espanjan hallitukselle virallisen huomautuksen, jossa se kiinnitti huomiota tiettyihin epäjohdonmukaisuuksiin direktiivin 77/91 LSA:n avulla tapahtuvassa täytäntöönpanossa.

12. Espanjan hallitus kiisti 10.3.2004 antamassaan vastauksessa kyseisen lain kaikenlaiset ristiriidat direktiivin 77/91 kanssa.

13. Komissio ei pitänyt vastausta tyydyttävänä ja lähetti sen vuoksi 5.1.2005 Espanjan hallitukselle perustellun lausunnon, jossa se asetti Espanjan hallitukselle kahden kuukauden määräajan kansallisen lainsäädännön tarvittavien muutosten tekemiseen.

14. Espanjan hallitus lähetti komissiolle 4.3.2005 päivätyn, talous- ja valtiovarainministeriön laatiman kirjelmän, jossa se torjui komission vaatimukset.

15. Koska Espanjan hallituksen selvitykset eivät tyydyttäneet komissiota, se päätti nostaa kanteen yhteisöjen tuomioistuimessa.

IV Menettely yhteisöjen tuomioistuimessa ja asianosaisten vaatimukset

16. Komissio vaatii kannekirjelmässään, joka saapui yhteisöjen tuomioistuimen kirjaamoon 4.8.2006, että yhteisöjen tuomioistuin

– toteaa, että Espanjan kuningaskunta ei ole noudattanut niiden takeiden yhteensovittamisesta samanveroisiksi, joita jäsenvaltioissa vaaditaan perustamissopimuksen 58 artiklan 2 kohdassa tarkoitetuilta yhtiöiltä niiden jäsenten sekä ulkopuolisten etujen suojaamiseksi osakeyhtiöitä perustettaessa sekä niiden pääomaa säilytettäessä ja muutettaessa, 13.12.1976 annetun neuvoston direktiivin 77/91/ETY mukaisia velvoitteitaan, erityisesti

a) sen 42 artiklaa yhdessä 29 artiklan 1 ja 4 kohdan kanssa, koska se sallii, että yhtiökokous voi myöntää uusien osakkeiden merkinnän ilman merkintäetuoikeutta hintaan, joka alittaa niiden kohtuullisen arvon,

b) sen 29 artiklan 1 kohtaa, koska se myöntää osakepääomaa korotettaessa vastiketta vastaan osakkeiden merkintäetuoikeuden osakkeenomistajien lisäksi myös vaihtovelkakirjojen haltijoille,

c) sen 29 artiklan 6 kohtaa yhdessä 29 artiklan 1 kohdan kanssa, koska se myöntää vaihtovelkakirjojen merkintäetuoikeuden osakkeenomistajien lisäksi aikaisempiin merkintöihin liittyvien osakkeiksi vaihdettavien velkakirjojen haltijoille,

d) sen 29 artiklan 6 kohtaa yhdessä 29 artiklan 4 kohdan kanssa, koska se ei säädä siitä, että yhtiökokous voi sulkea pois vaihtovelkakirjojen merkintäetuoikeuden

– velvoittaa Espanjan kuningaskunnan korvaamaan oikeudenkäyntikulut.

17. Espanjan kuningaskunta vaatii, että

– kanne hylätään

– komissio velvoitetaan korvaamaan oikeudenkäyntikulut.

18. Komissio on lähettänyt vastauskirjelmän 4.12.2006. Espanjan hallituksen, jolle myönnettiin lisäaikaa vastauskirjelmän laatimiseen, vastauskirjelmä saapui yhteisöjen tuomioistuimeen 6.2.2007.

19. Yhteisöjen tuomioistuimen presidentti hyväksyi 18.1.2007 antamallaan määräyksellä Yhdistyneen kuningaskunnan, Puolan tasavallan ja Suomen tasavallan yhteisöjen tuomioistuimen työjärjestyksen 93 artiklan 1 kohdassa tarkoitetuiksi väliintulijoiksi, jotka tukevat Espanjan kuningaskunnan vaatimuksia. Ne ovat esittäneet kirjallisia huomautuksia.

20. Koska yksikään asianosaisista ja väliintulijoista ei pyytänyt suullista käsittelyä, asiassa voitiin laatia ratkaisuehdotus yhteisöjen tuomioistuimen 29.4.2008 pitämän yleiskokouksen jälkeen.

V Oikeudelliset perusteet ja asianosaisten pääasialliset perustelut

21. Komissio esittää yhteensä neljä kanneperustetta Espanjan kuningaskuntaa vastaan.

A *Ensimmäinen kanneperuste*

22. Komissio vetoaa ensimmäisessä kanneperusteessaan direktiivin 77/91 42 artiklassa säädetyn osakkeenomistajien yhdenvertaisen kohtelun rikkomiseen, koska LSA:n 159 §:n 1 momentin c kohdassa sallitaan osakepääoman korotuksen yhteydessä merkintäoikeuden poistaminen ja uusien osakkeiden merkintähinnan määrittäminen huomattavasti niiden markkinahintaa alemmaksi.

23. Komissio viittaa erityisesti siihen, että LSA:n 159 §:n 1 momentin c kohdan mukaan pörssinoteeratun yhtiön yhtiökokous voi päättää liikkeeseen laskemisesta mihin hintaan tahansa, mutta vain, jos hinta on korkeampi kuin osakkeen vastaava nettovarallisuusarvo. Nettovarallisuusarvo voi komission mukaan olla 20 tai jopa 80 prosenttia alempi kuin markkina-arvo. Tältä osin komissio viittaa muiden jäsenvaltioiden lainsäädäntöön, jossa sallitaan uusien osakkeiden merkintähinnan määrittäminen enintään 5–10 prosenttia markkina-arvoa alemmaksi.

24. Komissio päättelee tästä, että LSA:n 159 §:n 1 momentin c kohta on direktiivin 77/91 vastainen, koska se sallii pörssinoteerattujen yhtiöiden selvästi syrjiä niitä osakkeenomistajia, jotka ostavat osakkeita markkinahintaan, niihin uusiin osakkeenomistajiin verrattuna, joiden yhtiö sallii hankkia osakkeita huomattavasti markkinahintaa alemmalla (ja sen vuoksi kohtuuttomalla) hinnalla.

25. Espanjan kuningaskunta vetoaa ensinnäkin siihen, että LSA:ssa asetetaan merkintäetuoikeuden poistamiselle ehdot, jotka ovat oikeastaan tiukemmat kuin direktiivissä 77/91. LSA:ssa säädetään nimittäin, kuten myös Puolan tasavalta, Yhdistynyt kuningaskunta ja Suomen tasavalta toteavat, vähimmäismerkintähinnasta, jona on osakkeiden

vastaava nettovarallisuusarvo. Lisäksi LSA:ssa säädetään, että yhtiön hallintoelimen tekemään selvitykseen on liitettävä riippumattoman tilintarkastajan selvitys.

26. Espanjan kuningaskunta väittää, että komissio päättelee virheellisesti, että LSA:n 159 §:n 1 momentin c kohdan toisessa alakohdassa sallitaan osakkeiden hinnan määritys markkina-arvoon verrattuna kohtuuttoman alhaiseksi. Tosiasiassa 1 momentissa rajoitutaan esittämään kumottavissa oleva olettama, jonka mukaan pörssinoteeratun yhtiön osakkeen kohtuullinen arvo vastaa sen markkina-arvoa. Yhtiökokous voi kuitenkin päättää markkina-arvoa alemmasta merkintähinnasta, jonka kohtuullisuuden varmistaa se, että se on edellä mainittujen selvitysten mukaan oikeutettu.

27. Espanjan kuningaskunta, Puolan tasavalta ja Yhdistynyt kuningaskunta väittävät, että nykyisten osakkeenomistajien ja mahdollisten osakkeenomistajien, jotka hankkivat pörssinoteeratun yhtiön osakkeita pääoman korotuksen yhteydessä, välillä ei voi esiintyä syrjintää, koska näiden osakkeenomistajaryhmien tilanteita ei voida verrata toisiinsa. Pörssinoteerauksen ja osakemarkkinoiden vaihtelujen vuoksi jokainen osakkeenomistaja on hankkinut osakkeensa eri hinnalla, joka riippuu hankinta-ajankohdasta ja pörssinoteerauksesta. Sen vuoksi on normaalia, että monet osakkeenomistajat ovat hankkineet osakkeensa alemmalla tai korkeammalla hinnalla kuin merkintähinta.

28. Lisäksi sekä Espanjan kuningaskunta että Puolan tasavalta korostavat, että LSA:n 159 §:n 1 momentin c kohta edellyttää yhtiökokouksen hyväksyntää, jolloin on otettava huomioon yhtiöjärjestyksen muutokseen tarvittava enemmistö ja päätösvaltaisuus.

29. Yhdistynyt kuningaskunta väittää lisäksi, ettei voida puhua erilaisesta kohtelusta, koska osakkeen hinta on pelkkä taloudellinen tekijä. Vaikka oletettaisiin, että kyse on erilaisesta kohtelusta, se on oikeutettua yhtiön pääoman korotuksesta saaman taloudellisen hyödyn vuoksi.

30. Suomen tasavalta katsoo, että jotta voitaisiin arvioida, onko kyse erilaisesta kohtelusta,

osakeannin olosuhteita on tarkasteltava kokonaisvaltaisesti.

31. Puolan tasavalta katsoo, että mahdollisuutta laskea liikkeeseen uusia osakkeita markkina-arvoa alemmalla hinnalla on tarkasteltava yhdenvertaisen kohtelun periaatteen sijaan sen periaatteen nojalla, että yhtiön toimielinten on toimittava yhtiön edun mukaisesti.

B *Toinen kanneperuste*

32. Toisessa kanneperusteessaan komissio vetoaa direktiivin 77/91 29 artiklan 1 kohdan rikkomiseen, koska LSA:n 158 §:n 1 momentissa myönnetään osakepääomaa vastiketta vastaan korotettaessa osakkeiden merkintäetuoikeus osakkeenomistajien lisäksi myös vaihtovelkakirjojen haltijoille.

33. Komissio toteaa, että direktiivin 29 artiklan 1 kohdassa edellytetään, että ”uusia osakkeita on tarjottava etuoikeuksin osakkeenomistajille suhteessa siihen osuuteen, jota heidän osakkeensa edustavat pääomasta”. Koska vaihtovelkakirjat eivät ole osa yhtiön osakepääomaa, vaihtovelkakirjojen haltijoille LSA:ssa myönnetty merkintäetuoikeus ei salli uusien osakkeiden tarjoamista osakkeenomistajille suhteessa siihen osuuteen, jota heidän osakkeensa edustavat osakepääomasta. Tällainen säännös on näin ollen direktiivin sen päämäärän vastainen, että torjutaan vaara yhtiön vanhojen osakkeenomistajien osuuksien vesittämisestä. Tällaista toimenpidettä ei myöskään tarvita vaihtovelkakirjojen haltijoiden etujen suojaamiseksi.

34. Espanjan kuningaskunta katsoo, että komission ehdottama direktiivin 77/91 29 artiklan 1 kohdan sanatarkka tulkinta on säännöksen sanamuodon vastainen, koska sen mukaan osakkeita on tarjottava osakkeenomistajille ”etuoikeuksin”, mikä ei kuitenkaan tarkoita sitä, että niitä on säännöksen mukaan tarjottava ainoastaan osakkeenomistajille. Lisäksi direktiivissä ei mainita lainkaan vaihtovelkakirjoja.

35. Espanjan kuningaskunta ja Puolan tasavalta kannattavat pikemminkin mainitun säännöksen teleologista tulkintaa, jotta osakkeiksi vaihdettavien velkakirjojen haltijoiden lisäksi voitaisiin suojata myös yhtiön mahdollisia uusia osakkeenomistajia ja säilyttää heille varattujen osakkeiden arvo. Tällä tavalla estettäisiin myös liikkeeseenlaskijaa vaikuttamasta vaihdon (edulliseen) ajankohtaan.

36. Puolan tasavalta viittaa lopuksi vielä siihen, että direktiivin tavoitteena on myös ulkopuolisten etujen suojaaminen, toisin sanoen myös sellaisten henkilöiden, jotka tietyissä tilanteissa ovat rinnastettavissa osakkeenomistajiin, kuten esimerkiksi vaihtovelkakirjojen haltijat. Direktiivin tarkoituksena on tarjota ainoastaan vähimmäissuoja, ja jäsenvaltioiden tehtävänä on antaa tiukempaa suojaa koskevia säännöksiä.

C *Kolmas kanneperuste*

37. Komissio toteaa, että LSA:n 293 §:n 2 momentti on direktiivin 77/91 29 artiklan 1 ja 6 kohdan vastainen samasta syystä kuin toinen kanneperuste, koska siinä myönnetään vaihtovelkakirjojen merkintäetuoikeus osakkeenomistajien lisäksi myös aikaisemmin liikkeeseen laskettujen vaihtovelkakirjojen haltijoille.

38. Espanjan kuningaskunta ja Puolan tasavalta vetoavat toisen kanneperusteen yhteydessä esitettyihin näkemyksiin ja viittaavat siihen, että komission ehdottamalle direktiivin sananmukaiselle tulkinnalle ei ole perusteita.

D *Neljäs kanneperuste*

39. Komission mielestä on rikottu direktiivin 77/91 29 artiklan 6 kohtaa yhdessä 29 artiklan 4 kohdan kanssa, koska LSA:ssa ei säädetä siitä, että yhtiökokous voi poistaa vaihtovelkakirjojen merkintäetuoikeuden.

40. Komissio vetoaa siihen, että vaikka LSA:n 293 §:n 3 momentissa viitataan LSA:n 158 §:ään, siihen ei sisälly viittausta LSA:n 159 §:ään, jossa nimenomaan säädetään merkintäetuoikeuden poistamismahdollisuudesta. Vaikka systemaattinen tulkinta mahdollistaisi osakkeenomistajille myönnetyn vaihtovelkakirjojen merkintäetuoikeuden poistamisen, LSA:n 293 § aiheuttaa nykymuodossaan osakkeenomistajissa epätietoisuutta ja epävarmuutta, minkä vuoksi ei voida katsoa, että direktiivi on pantu sillä

asianmukaisesti täytäntöön, varsinkin kun ei ole esitetty mitään todisteita siitä, että espanjalaiset tuomioistuimet todella noudattavat systemaattista tulkintaa.

41. Espanjan kuningaskunta väittää, että LSA:n 293 §:n systemaattinen tulkinta ei voi johtaa muuhun tulokseen kuin siihen, että yhtiökokous voi poistaa osakkeenomistajien vaihtovelkakirjojen merkintäetuoikeuden, koska muunlainen ratkaisu ei olisi johdonmukainen.

42. Suomen tasavalta viittaa siihen, että direktiivin tavoitteena on ainoastaan yhdenmukaistamisen vähimmäistaso ja että vaikka yhtiökokous ei voisi poistaa osakkeenomistajien vaihtovelkakirjojen merkintäetuoikeutta, se ei olisi direktiivin 77/91 vastaista.

VI Oikeudellinen arviointi

A *Alustavat huomautukset*

43. Jäsenvaltioiden aineellisen yhtiöoikeuden lähentämiseksi on annettu tähän mennessä 13 direktiiviä ja direktiiviehdotusta.[4] Niihin kuuluu 13.12.1976 annettu direktiivi 77/91, jonka tavoitteena on erityisesti lähentää osakeyhtiön perustamiseen sekä osakeyhtiön vähimmäispääoman hankkimiseen ja säilyttämiseen liittyvää jäsenvaltioiden lainsäädäntöä, minkä vuoksi sitä kutsutaan myös pääomadirektiiviksi.[5]

44. Direktiivin 77/91 29 artiklan 1 kohdalla vahvistetaan yhteisön tasolla osakkeenomistajien merkintäetuoikeus pääoman korotusten yhteydessä. Siitä huolimatta on muistutettava, että merkintäetuoikeudella on jois-

4 – EY 44 artiklan 2 kohdan g alakohdan nojalla on annettu tähän mennessä kymmenen jäsenvaltioiden yhtiöoikeudellisen lainsäädännön lähentämistä koskevaa direktiiviä, jotka on pantu täytäntöön jäsenvaltioiden lainsäädännössä (vrt. Kindler, P., *Münchener Kommentar zum BGB*, 4. painos, 2006, osa 11, 33 kohta; Behrens, P., *Handbuch des EU-Wirtschaftsrechts*, osa 1, München, 2004, E. III, 10 kohta, s. 10 ja Trstenjak, V. ja Kocbek, M., *Evropsko pravo gospodarskih družb*, Ljubljana, 2004, s. 31–50).

5 – Direktiivin 77/91 olennainen merkitys on ensinnäkin manner-eurooppalaisen kiinteän osakepääoman periaatteen yhteisön laajuisessa määrityksessä: koska osakkeenomistajat eivät ole henkilökohtaisesti vastuussa yhtiön veloista, yhtiöllä on oltava velkojien suojaamiseksi vähimmäisosakepääoma, joka turvataan lisäksi osakepääoman säilyttämistä koskevien tiukkojen säännösten avulla. Sen vuoksi direktiivissä ei säädetä ainoastaan vähimmäisosakepääomasta vaan myös ja ennen kaikkea rahavastikkeiden ja muiden vastikkeiden maksamisen lajeista, yhtiön omien osakkeiden ostamisesta, osakkeiden takaisin ottamisesta ja pääoman muuttamisesta sitä korottamalla tai alentamalla. Direktiivin tavoitteena ei ole kuitenkaan, siltäkään osin kuin siinä säädetään takuupääoman hankkimisesta ja säilyttämisestä, yksinomaan velkojien suojaaminen. Direktiivin johdanto-osan toisen ja viidennen perustelukappaleen mukaan kyse on pikemminkin myös osakkeenomistajien suojaamisesta. Tämä on tarkoituksena erityisesti säännöksissä, jotka koskevat yhtiökokouksen osallistumista pääomatoimiin ja huomattaviin menetyksiin liittyvää tiedotusvelvollisuutta, osakkeenomistajien merkintäetuoikeuden käyttöönottoa pääoman korotusten yhteydessä sekä yhdenvertaisen kohtelun periaatteen vahvistamista. Lisäksi direktiivissä säädetään osakeyhtiön perustamiseen liittyvistä olennaisista kysymyksistä. On syytä korostaa yhtiöjärjestyksen, perustamiskirjan tai erillisen asiakirjan vähimmäissisältöä koskevia säännöksiä (vrt. Habersack, M., *Europäisches Gesellschaftsrecht*, 3. painos, München, 2006, 3 ja 4 kohta, s. 129 ja sitä seuraava sivu ja Lutter, M., *Europäisches Unternehmensrecht*, 4. painos, Berlin, 1996, s. 109 ja sitä seuraava sivu).

sakin jäsenvaltioissa takanaan jo pitkä oikeusperinne, joka alkoi 1800-luvun puolivälissä. [6] Eri maiden lainsäädäntöä vertailevassa kirjallisuudessa oletetaan yleisesti, että tämän oikeuden alkuperä on Yhdistyneen kuningaskunnan lainsäädännössä, mutta 1900-luvun puolivälistä alkaen siihen on vaikuttanut ainakin Euroopassa erityisesti Saksan, Ranskan ja Italian oikeusjärjestysten kehitys. [7] Direktiiviin 77/91 liittyvä jäsenvaltioiden yhtiöoikeuden yhdenmukaistaminen puolestaan johti siihen, että muiden jäsenvaltioiden, joiden oikeusjärjestykset eivät siihen mennessä joko tunteneet tätä oikeutta tai eivät myöntäneet sille pakottavaa luonnetta, oli omaksuttava merkintäetuoikeus, mikä vaikutti olennaisesti sen leviämiseen ja yhtenäistymiseen myös Euroopan unionin ulkopuolella.

45. Merkintäetuoikeus suo osakkeenomistajalle pääoman korotusten yhteydessä oikeuden uusiin osakkeisiin siihenastisten osakkeiden osuutta vastaavassa suhteessa ja mahdollistaa näin ollen osakkeiden suhteellisen osuuden säilyttämisen. [8] Osakkeenomistajalla on oikeus omistaa osakeyhtiön perusosakepääomaa samassa prosentuaalisessa suhteessa kuin aiemminkin. Tästä syystä osakkeenomistajien merkintäetuoikeus on perinteisen käsityksen mukaan tehokas keino suojata yksittäisiä osakkaita tai vähemmistöosakkaita haitoilta, joita pääoman korotukseen liittyvä uusien osakkeiden liikkeeseenlasku voi aiheuttaa. Niihin kuuluvat taloudellisten osallistumisoikeuksien menetys (esim. osinko-oikeuden aleneminen) ja poliittisten oikeuksien, esimerkiksi osallistumisoikeuksien, menetys (esim. äänioikeuden rajoitus) sekä muiden kuin taloudellisten oikeuksien (esim. tiedonsaantioikeuden, yhtiökokouksen koollekutsumisoikeus) menetys. [9]

6 – Tutkimus merkintäetuoikeuden kehittymisestä Saksan, Italian, Ranskan, Yhdistyneen kuningaskunnan, Belgian, Portugalin ja Sveitsin oikeusjärjestyksissä ks. Vásquez Albert, D., "El derecho de suscripción preferente en Europa", *Revista de derecho de sociedades*, nro 11 (1999), s. 79–131.

7 – Ks. Vásquez Albert, D., "El derecho de suscripción preferente en el Derecho Comunitario", *Revista de derecho mercantil*, nro 230 (1998), s. 1693. Saksan osakeyhtiölaki on vaikuttanut ratkaisevasti direktiiviin 77/91 sekä rakenteellisesti että sisällöllisesti, mikä on aiheuttanut tiettyjä täytäntöönpanoongelmia common law -järjestelmää soveltavissa jäsenvaltioissa (vrt. edellä alaviitteessä 4 mainitut Trstenjak, V. ja Kocbek, M., s. 34 ja Schutte-Venstra, J. N., *Harmonisatie van het kapitaalbeschermingsrecht in de EEG*, Apeldoorn, 1991, s. 16).

8 – Natterer, J., *Kapitalveränderung der Aktiengesellschaft, Bezugsrecht der Aktionäre und sachlicher Grund*, Bielefeld, 2000, s. 8; edellä alaviitteessä 3 mainittu Peifer, K.-N., osakeyhtiölain 186 §, 16 kohta ja *Lamy Sociétés Commerciales* (toim. Jacques Mestre ja Dominique Velardocchio), Rueil-Malmaison, 2008, s. 1835. Ks. asia C-42/95, Siemens v. Nold, tuomio 19.11.1996 (Kok. 1996, s. I-6017, 19 kohta), jossa yhteisöjen tuomioistuin käsittelee merkintäetuoikeuden periaatteen päämäärää, joka on estää osakkeenomistajien osakkeiden prosentuaalisen osuuden väheneminen yhtiön peruspääomasta.

9 – Vastaavasti Grechenig, K., "Discriminating Shareholders through the Exclusion of Pre-emption Rights?", *European company and financial law review*, osa 4 (2007), nro 4, s. 577; Yanes Yanes, P., "Derecho de suscripción preferente", *Diccionario de Derecho de Sociedades* (toim. Carmen Alonso Ledesma), Madrid, 2006, s. 511 ja Davies, P., *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*, 7. painos, London, 2003, s. 631 ja sitä seuraava sivu, viittaavat siihen, että merkintäetuoikeudella on kaksi tehtävää. Ensimmäinen on suojata osakkeenomistajaa taloudellisen osuuden alenemiselta yhtiössä. Toiseksi oikeuden on tarkoitus suojata osakkeenomistajaa vaikutusvallan menettämiseltä yhtiön elämään. Pisani Massamormile, A., "Aumento del capitale sociale", *Armonie e disarmonie nel diritto comunitario delle società di capitali*, osa 1, Milano, 2003, s. 714, erottaa merkintäoikeuden hallintoon (jokaisen osakkeenomistajan ääänioikeuteen) liittyvän ja omaisuuteen (jokaisen osakkeenomistajan oikeuteen yhtiön voitosta) liittyvän tehtävän.

46. Direktiivissä 77/91 omaksutaan tämä oikeudellinen näkemys varmistamalla, että osakkeenomistajien ja ulkopuolisten edut suojataan erityisesti yhtiötä perustettaessa ja osakepääomaa korotettaessa tai alennettaessa. Merkintäoikeus takaa direktiivin oikeusperustana toimivan EY 44 artiklan 2 kohdan g alakohdan tavoitteiden mukaisesti osakkeenomistajille vähimmäissuojan kaikissa jäsenvaltioissa. [10]

B *Kanneperusteiden tarkastelu*

1. Ensimmäinen kanneperuste

47. Näyttö- ja todistustaakan prosessuaalisen jakautumisen osalta on todettava aluksi, että EY 226 artiklan mukaisessa jäsenyysvelvoitteiden noudattamatta jättämistä koskevassa menettelyssä komission on näytettävä toteen yhteisön oikeuden rikkominen. Lisäksi sen on esitettävä yhteisöjen tuomioistuimelle tarvittavat tiedot, jotta tämä voi tarkistaa, onko jäsenyysvelvoitteita jätetty noudattamatta, eikä se voi tällöin nojautua minkäänlaisiin olettamiin. [11] Kyseessä olevan jäsenvaltion tehtävänä on kiistää aineellisesti ja yksityiskohtaisesti komission esittämät tiedot ja niitä koskevat seuraukset. [12]

48. Ensimmäisessä kanneperusteessaan komissio vetoaa direktiivin 77/91 42 artiklassa säädetyn osakkeenomistajien yhdenvertaisen kohtelun rikkomiseen yhdessä 29 artiklan 1 ja 4 kohdan kanssa. Komission mukaan mainittuja yhteisön säännöksiä rikotaan, koska LSA:n 159 §:n 1 momentin c kohdan riidanalaisessa kansallisessa säännöksessä sallitaan pääoman korotuksen yhteydessä merkintäetuoikeuden poistaminen ja uusien osakkeiden merkintähinnan määrittäminen huomattavasti niiden markkina-arvoa alemmaksi.

49. LSA:n 159 §:n 1 momentin c kohdassa asetetaan merkintäetuoikeuden poistamiselle tiettyjä edellytyksiä. Sen mukaan liikkeeseen laskettavien osakkeiden hinnan on vastattava kohtuullista arvoa, joka käy ilmi LSA:n 159 §:n

10 – Yhdistetyt asiat C-19/90 ja C-20/90, Karella, tuomio 30.5.1991 (Kok. 1991, s. I-2691, 25 ja 30 kohta) ja asia C-381/89, Epas, tuomio 24.3.1992 (Kok. 1992, s. I-2111, 27 ja 32 kohta).

11 – Asia C-287/03, komissio v. Belgia, tuomio 12.5.2005 (Kok. 2005, s. I-3761, 27 kohta); asia C-341/02, komissio v. Saksa, tuomio 14.4.2005 (Kok. 2005, s. I-2733, 35 kohta); asia C-263/99, komissio v. Italia, tuomio 29.5.2001 (Kok. 2001, s. I-4195, 27 kohta); asia C-68/99, komissio v. Saksa, tuomio 8.3.2001 (Kok. 2001, s. I-1865, 38 kohta); asia C-159/94, komissio v. Ranska, tuomio 23.10.1997 (Kok. 1997, s. I-5815, 102 kohta) ja asia 96/81, komissio v. Alankomaat, tuomio 25.5.1982 (Kok. 1982, s. 1791, 6 kohta).

12 – Asia 272/86, komissio v. Kreikka, tuomio 22.9.1988 (Kok. 1988, s. 4875, 21 kohta).

1 momentin b kohdassa mainitusta hallintoelimen selvityksestä. Pörssinoteeratun yhtiön kohtuullisena arvona pidetään lähtökohtaisesti kurssiarvoa, jollei muuta arvoa voida pitää oikeutettuna.

50. Kuten komissio kuitenkin toteaa, LSA:n 159 §:n 1 momentin c kohdan 2 alakohdassa säädetään pörssinoteerattuja yhtiöitä koskevasta merkittävästä poikkeuksesta, jonka mukaan yhtiökokous voi päättää liikkeeseen laskemisesta mihin hintaan tahansa, kunhan hinta on korkeampi kuin vastaava osuus yhtiön varallisuudesta. Komissio viittaa tässä yhteydessä siihen, että osakkeen arvo voi olla huomattavasti alempi kuin kurssiarvo, josta LSA lähtee liikkeelle ja joka vastaa markkina-arvoa eli osakkeen kohtuullista arvoa. Tästä komissio päättelee, että Espanjan lainsäätäjä on antanut nimenomaisen valtuutuksen, jotta yhtiökokous voisi mielensä mukaan merkintäetuoikeuden pois sulkien laskea liikkeeseen uusia osakkeita alle markkina-arvon ja samalla alle Espanjan lainsäätäjän kohtuulliseksi arvioiman arvon.

51. Komissio katsoo, että säännöksessä syrjitään selvästi niitä osakkeenomistajia, jotka ovat hankkineet osakkeensa markkinahintaan, niihin uusiin osakkeenomistajiin verrattuna, jotka ovat hankkineet osakkeensa markkinahintaa halvemmalla. Sen mielestä ensiksi mainitut kärsivät taloudellisen menetyksen, koska heidän on hyväksyttävä omien osakkeidensa arvon aleneminen uusille osakkeenomistajille myönnettävän ”alennuksen” johdosta.

52. Komission väitteeseen on kuitenkin vastattava, että LSA:n 159 §:n 1 momentin c kohdan 2 alakohtaan sisältyvä sääntely, niin arveluttavalta kuin se osakkeenomistajien suojaamisen kannalta ensi silmäyksellä vaikuttaakin, [13] ei ole ristiriidassa direktiivin 77/91 säännösten kanssa.

53. Kuten alussa mainittiin, direktiivin 77/91 tavoitteena on ainoastaan osakkeenomistajien yhteisön laajuinen vähimmäissuoja. Tämä johtuu ensinnäkin sen oikeusperustan normatiivisesta sisällöstä, toiseksi direktiivin johdanto-osan toisesta perustelukappaleesta,

13 – Grechenig, K., *Spanisches Aktien- und GmbH-Recht – Das einstufige Verwaltungssystem in Beziehung zur Hauptversammlung und zu Gesellschafterrechen*, Wien, 2005, s. 136, pitää LSA:n 159 §:n 1 momentin c kohdan toisen alakohdan sääntelyä osakkeenomistajien suojaamisen kannalta arveluttavana ja viittaa käsiteltävänä olevaan Espanjan kuningaskuntaa vastaan käytävään jäsenyysvelvoitteiden noudattamista koskevaan menettelyyn päätymättä kuitenkaan siihen päätelmään, että osakkeenomistajia syrjitään.

jonka mukaan ”yhdenmukaisen vähimmäissuojan takaamiseksi – – osakkeenomistajille – – on erityisen tärkeää sovittaa yhteen ne kansalliset säännökset, jotka koskevat – – pääoman – – korottamista”. [14]

54. Lisäksi on todettava, että direktiiviin 77/91 ei sisälly säännöksiä, jotka velvoittavat laskemaan liikkeeseen uusia osakkeita markkina-arvon tai peräti kohtuulliseen arvon mukaisesti. Tämä on sitäkin huomionarvoisempaa, koska direktiiviin 77/91 sisältyy muuten yksityiskohtaisia säännöksiä, esimerkiksi osakeyhtiöiden yhtiöjärjestyksestä.

55. Direktiivin ainoana osakkeiden merkintähintaa koskevana säännöksenä, jolla on näin ollen tiettyä merkitystä nyt esillä olevan asian kannalta, voidaan esittää 8 artikla, jonka mukaan ”osakkeita ei saa antaa vastikkeesta, joka on niiden nimellisarvoa tai nimellisarvon puuttuessa kirjanpidollista vasta-arvoa pienempi”. Kuten Yhdistyneen kuningaskunnan hallitus oikeutetusti huomauttaa, direktiivissä ei mainita hintaa, jolla uusia osakkeita voi tarjota osakepääoman korotuksen yhteydessä.

56. Direktiivin 77/91 29 artiklan 4 kohdasta seuraa ainoastaan, että hallinto- tai johtoelimen on ”perusteltava ehdotettu merkintäkurssi” yhtiökokoukselle antamassa kirjallisessa selvityksessään. Direktiivin 77/91 29 artiklan 4 kohdassa jätetään lopullinen päätös siis yhtiökokoukselle, [15] eikä siihen sisälly muita asiaa koskevia ohjeita.

57. LSA:n 159 §:n 1 momentin c kohdan 2 alakohtaan sisältyvästä sääntelystä ei voi havaita minkäänlaista osakkeenomistajien syrjintää. Direktiivin 77/91 42 artiklassa tarkoitettu yhdenvertaisen kohtelun periaate vastaa normatiiviselta sisällöltään syrjintäkieltoa, joka yhteisöjen tuomioistuimen vakiintuneen oikeuskäytännön mukaan edel-

14 – Edellä alaviitteessä 7 mainittu Vásquez Albert, D., s. 1714, viittaa siihen, että jäsenvaltioiden oikeusjärjestyksiin sisältyy yleensä tiukempia säännöksiä kuin yhteisön oikeuteen. Kirjoittajan käsityksen mukaan direktiivin 77/91 luonne vähimmäissuojana sallii jäsenvaltioiden tiukemmat säännökset. Myös Natterer, J., ”Bezugsrechtsausschluss und zweite gesellschaftsrechtliche Richtlinie”, *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, 1995, s. 1483, tarkastelee direktiiviä 77/91 vähimmäissuojan takaavana normina ja viittaa sen johdantoosan toiseen perustelukappaleeseen.

15 – Direktiivin 77/91 25 artiklan 1 kohdan mukaan päätös pääoman korottamisesta on tehtävä yhtiökokouksessa.

lyttää, että toisiinsa rinnastettavia tapauksia ei kohdella eri tavalla ja että erilaisia tapauksia ei kohdella samalla tavalla, ellei tällaista eroa voida objektiivisesti perustella. [16]

58. Komission käsityksen mukaan LSA:n 159 §:n 1 momentin c kohdan 2 alakohdan sääntely ei takaa vanhojen osakkeenomistajien yhdenvertaista kohtelua uusiin osakkeenomistajiin verrattuna. Ilmeisesti komissio katsoo, että nyt esillä olevassa asiassa toisiinsa rinnastettavia tapauksia kohdellaan eri tavalla. On kuitenkin todettava, että komission ensimmäinen kanneperuste nojaa erilaiseen kohteluun vain näennäisesti. [17] Sen perustelujen painopiste on markkina-arvoa alemmalla hinnalla tapahtuvan osakeannin mahdollisissa haitallisissa taloudellisissa seurauksissa vanhoille osakkeenomistajille. [18] Se ei siis esitä riittäviä perusteluja sille, missä suhteessa vanhat osakkeenomistajat ja uudet osakkeenomistajat ovat samassa tilanteessa. Tämä on sitäkin tärkeämpää, koska direktiivin 77/91 42 artiklassa edellytetään, että jäsenvaltioiden lainsäädäntö takaa samassa asemassa olevien osakkeenomistajien yhdenvertaisen kohtelun. Näin ollen komissio ei ole syventynyt edes yhdenvertaisen kohtelun periaatteen ensimmäisen edellytyksen täyttymiseen. [19] Siitä ovat oikeutetusti huomauttaneet sekä Espanjan hallitus että Yhdistyneen kuningaskunnan hallitus.

59. Komission tulisi näin ollen esittää todiste siitä, miksi direktiivin 77/91 42 artiklan mukaista yhdenvertaisen kohtelun periaatetta tulisi soveltaa nyt esillä olevaan asiaan. Pelkkä mahdollisesti taloudellisesti haitalliseen – mitä komissio ei myöskään ole todistanut konkreettisten todisteiden avulla – kansalliseen säännökseen kohdistuva kritiikki ei korvaa näyttöä tai todistusta siitä, että toisiinsa rinnastettavia tapauksia on kohdeltu perusteettomasti eri tavalla. Siltä osin komissio ei ole täyttänyt näyttö- tai todistusvelvollisuuttaan.

60. Edellä esitetystä riippumatta on kyseenalaista, voidaanko direktiivin 77/91 42 artiklan mukaista yhdenvertaisen kohtelun lauseketta

16 – Yhdistetyt asiat 66/79, 127/79 ja 128/79, Salumi ym., tuomio 27.3.1980 (Kok. 1980, s. 1237, Kok. Ep. V, s. 165, 14 kohta); asia 203/86, Espanja v. neuvosto, tuomio 20.9.1988 (Kok. 1988, s. 4563, 25 kohta); asia C-15/95, EARL de Kerlast, tuomio 17.4.1997 (Kok. 1997, s. I-1961, 35 kohta); asia C-292/97, Karlsson ym., tuomio 13.4.2000 (Kok. 2000, s. I-2737, 39 kohta); asia C-14/01, Niemann, tuomio 6.3.2003 (Kok. 2003, s. I-2279, 49 kohta) ja asia C-182/03, Belgia v. komissio, tuomio 22.6.2006 (Kok. 2006, s. I-5479, 170 kohta).

17 – Ks. vastauskirjelmän 34 kohta.

18 – Ks. kannekirjelmän 23 kohta ja vastauskirjelmän 10 ja 22 kohta.

19 – Rossi, M., teoksessa Calliess ja Ruffert (toim.), *Kommentar zu EUV/EGV*, 3. painos, 2007, perusoikeuskirjan 20 artikla, 19 kohta, s. 2629, katsoo, että yleiselle yhdenvertaisuusperiaatteelle on tunnusomaista kaksi- tai kolmivaiheinen tutkimus: Ensimmäisessä vaiheessa on aina tutkittava, onko kyse toisiinsa rinnastettavien tapausten kohtelemisesta eri tavalla (tai erilaisten tapausten kohtelemisesta samalla tavalla). Toisessa vaiheessa on tutkittava, onko erilainen kohtelu (tai samanlainen kohtelu) mahdollisesti oikeutettua. Sen jälkeen voidaan suorittaa oikeasuhteisuustutkimus.

soveltaa epämääräisen normatiivisen sisältönsä [20] vuoksi niin erityiseen tilanteeseen kuin uusien osakkeiden merkintähinnan määritykseen osakepääoman korotuksen yhteydessä.

61. Tähän on lisättävä, että osakkeenomistajien yhdenvertaisen kohtelun periaatetta, joka on tunnustettu yhteisön useiden jäsenvaltioiden oikeusjärjestyksissä, ei ole yleisesti tulkittu yhtiön velvollisuudeksi kohdella osakkeenomistajia samalla tavalla vaan pikemminkin siten, että erilainen kohtelu vaatii riittävän objektiivisen oikeutuksen. [21] Komission tavoite, joka on estää uusien osakkeiden merkintähinnan määrittäminen alemmaksi kuin nykyisten osakkeenomistajien osakkeiden hankintahinta, sitä vastoin johtaa lopulta yhdenvertaisen kohtelun periaatteen tiukkaan toteuttamiseen, mitä, kuten jo todettiin, direktiivissä ei vaadita yksiselitteisten säännösten puuttumisen vuoksi ja mikä ei myöskään vastaa yhteiskunnallista todellisuutta, varsinkaan koska pörssinoteeratun yhtiön osakkeen arvo ja hinta vaihtelevat jatkuvasti osakemarkkinoiden vaihtelevan kehityksen vuoksi.

62. Kuten Espanjan hallitus ja Yhdistyneen kuningaskunnan hallitus osuvasti toteavat, tästä seuraa, että jokainen osakkeenomistaja on hankkinut osakkeensa eri hinnalla, joka riippuu hankinta-ajankohdasta ja pörssinoteerauksesta. Näin ollen on aina olemassa osakkeenomistajia, jotka ovat hankkineet osakkeensa joko merkintähintaa alemmalla tai korkeammalla hinnalla. Tästä syystä ei voida väittää vakuuttavasti, että kaikki osakkeenomistajat ovat samassa tilanteessa. Lisäksi on otettava huomioon se seikka, että osakkeiden hinta riippuu useista taloudellisista tekijöistä, esimerkiksi yhtiön taloudellisesta kehityksestä tai maailmantalouden tilasta. Lisäksi siihen vaikuttaa ratkaisevasti markkinoiden kehitys eli tarjonta ja kysyntä. Erot, joita vanhojen ja uusien osakkeenomistajien osakkeiden hankintahinnan välillä esiintyy, eivät johdu yhtiön syyksi laskettavasta erilaisesta kohtelusta [22] vaan ovat seurausta rahoitusmarkkinoille tyypillisestä kehityksestä.

20 – Edellä alaviitteessä 9 mainittu Grechenig, K., s. 581, moittii direktiivin 77/91 42 artiklan yhdenvertaisen kohtelun lausekkeen epämääräistä normatiivista sisältöä. Hefermehl, W. ja Bungeroth, E., *Aktiengesetz*, osa 1, München, 1984, 53 a §, 13 kohta, s. 14, kritisoivat säännöksen epätarkkuutta. Grundmann, S., *Europäisches Gesellschaftsrecht*, Heidelberg, 2004, 325 kohta, s. 146, esittää tämän lausekkeen sisällöksi sen, että yhdenvertaisen kohtelun periaate koskee tosin ennen kaikkea pääomaan liittyviä kysymyksiä, mutta on muotoiltu yleiseksi. Tämän vuoksi sitä on konkretisoitava yksittäisillä säännöksillä.

21 – Edellä alaviitteessä 20 mainitut Hefermehl, W. ja Bungeroth, E., 53 a §, 13 ja 14 kohta, s. 14, viittaavat Saksan osakeyhtiölain 53 a §:n, jolla pannaan täytäntöön direktiivin 77/91 42 artikla, sanamuodon ”samoissa olosuhteissa”) osalta siihen, että tämä säännös jättää tilaa tarkoituksenmukaisille vaihteluille. Näin vältetään yhdenvertaisen kohtelun periaatteen todellisuudelle vieras joustamattomuus. Sen vuoksi kirjoittajat tulkitsevat säännöksen mielivallan kielloksi. Vastaavasti myös edellä alaviitteessä 20 mainittu Grundmann, S., 325 kohta, s. 146; Bujalka, E., *Der Schutz von Minderheitsaktionären bei Umstrukturierungen im deutschen und slowakischen Aktienrecht*, Frankfurt am Main, 2006, s. 56; Castellano Ramírez, M. J., ”Aumento del capitale sociale”, *Armonie e disarmonie nel diritto comunitario delle società di capitali*, osa 1, Milano, 2003, s. 837. Kuten Vásquez Albert, D., *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas* (toim. Ignacio Arroyo ja José Miguel Embid), osa II, 159 artikla, s. 1671 ja sitä seuraava sivu, selittää, yhdenvertaisen kohtelun periaate ei nimenomaisesti sisälly Espanjan osakeyhtiölakiin, vaan se on kehitetty pääasiassa oikeuskirjallisuudessa direktiivin 77/91 42 artiklaan sisältyvien oikeudellisten näkemysten nojalla. Kirjoittajan käsityksen mukaan yhdenvertaisen kohtelun periaate ei edellytä kaikkien osakkeenomistajien kohtelemista samalla tavalla. Siinä ainoastaan kielletään mielivaltainen tai syrjivä erilainen kohtelu, mutta ei asiallisesti oikeutettua erilaista kohtelua. Kirjoittaja on kuitenkin sitä mieltä, että yhdenvertaisen kohtelun periaatetta loukataan pääoman korotuksen yhteydessä esimerkiksi silloin, jos osa uusista osakkeista annetaan merkittäväksi vain osalle osakkeenomistajista ja muut osakkeenomistajat ja osakkeet suljetaan pois.

22 – Tämä olisi kuitenkin edellytyksenä osakeyhtiöoikeudellisen yhdenvertaisen kohtelun periaatteen soveltamiselle, sillä se koskee lähtökohtaisesti ainoastaan osakeyhtiön ja sen osakkeenomistajien välisiä suhteita (vrt. edellä alaviitteessä 20 mainitut Hefermehl, W. ja Bungeroth, E., 53 a §, 19 kohta, s. 16).

63. Mitä tulee komission moittimaan mahdollisuuteen määrittää uusien osakkeiden merkintähinta myös markkina-arvoa alemmaksi, aluksi on huomautettava, että tämän väitteen vikana on yksipuolisuus, sillä komissio olettaa nähtävästi, että vanhojen ja uusien osakkeenomistajien erilainen kohtelu on mahdollista vain, jos hinta, jolla vanhat osakkeenomistajat ovat hankkineet osakkeensa, vastasi täsmälleen markkina-arvoa, kun taas ainoastaan uudet osakkeenomistajat hyötyvät alennuksesta. Komissio ei kuitenkaan ota kantaa osakkeenomistajien yhdenvertaisen kohtelun periaatteen mahdolliseen sovellettavuuteen samalla tavalla myös sellaisissa mahdollisissa tilanteissa, joissa ulkopuoliset hankkivat uusia osakkeita jopa markkina-arvon ylittävään hintaan tai vanhat osakkeenomistajat ovat hankkineet osakkeensa markkina-arvoa halvemmalla.

64. Lisäksi on otettava huomioon, että uusien osakkeiden merkintähinnan määritys markkinahintaa alemmaksi on täysin sallittua riidanalaisen espanjalaisen säännöksen lisäksi myös muiden jäsenvaltioiden voimassa olevien säädösten mukaan, minkä komissiokin tunnustaa vastauskirjelmässään. [23] Tämä koskee esimerkiksi Saksan, [24] Ranskan, [25] Italian, [26] Slovenian [27] ja Yhdistyneen kuningaskunnan [28] oikeusjärjestyksiä.

65. Lisäksi on otettava huomioon perustelu, johon vetoavat sekä Espanjan että Puolan hallitukset ja jonka mukaan direktiivissä 77/

23 – Ks. vastauskirjelmän 16 kohta.

24 – Osakeyhtiölain (Aktiengesetz) 186 §:n 3 momentin neljännen virkkeen mukaan merkintähinta ei saa alittaa pörssikurssia merkittävästi. Osakeyhtiölain 255 §:n 1 momentissa sallitaan vastiketta vastaan tapahtuvan osakepääoman korotuksen kumoaminen. Jos osakkeenomistajien merkintäetuoikeus on poistettu osittain tai kokonaan, kumoaminen voi tämän säännöksen mukaan perustua myös siihen, että korotuspäätöksen mukainen merkintähinta tai vähimmäishinta, jota halvemmalla uusia osakkeita ei voida antaa merkittäväksi, on kohtuuttoman alhainen. Tästä voidaan päätellä, että Saksan lainsäädännön mukaan alennus on mahdollinen tiukoissa rajoissa (vastaavasti Schlitt, M. ja Seiler, O., "Aktuelle Rechtsfragen bei Bezugsrechtsemissionen", *Wettbewerb in Recht und Praxis,* 2003, nro 45, s. 2176).

25 – Kauppayhtiöistä ja kauppayhtiöiden liikkeeseen laskemista arvopapereista 23.3.1967 annetun asetuksen nro 67-236 155 §:n 5 momentin muuttamisesta 10.2.2005 annetun asetuksen nro 2005-112 (*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 nro 36, 12.2.2005, s. 2404, nro 30) 7 §:ssä säädetään, että merkintähinnan on vastattava vähintään ennen määritystä pidettyjen kolmen viimeisen pörssistunnon pörssinoteerausten keskiarvoa, josta voi vähentää enintään 5 prosenttia.

26 – Italian siviililain (Codice Civile) 2441 §:n 6 momentissa säädetään, että merkintähinnassa on otettava huomioon viimeisten kuuden kuukauden pörssinoteeraus.

27 – Kauppayhtiöitä koskevan Slovenian lain (Zakon o gospodarskih družbah) 400 §:n 2 momentin mukaan kumoaminen voi perustua siihen, että korotuspäätöksen mukainen merkintähinta tai vähimmäishinta, jota halvemmalla uusia osakkeita ei saa antaa merkittäväksi, on kohtuuttoman alhainen (ks. Kocbek, M., *Veliki komentar Zakona o gospodarskih družbah / ZGD-1* (toim. Marijan Kocbek), 2. osa, Ljubljana, 2007, 400 §, s. 738 ja sitä seuraava sivu).

28 – Niin sanotun Pre-emption Groupin, johon kuuluvat Lontoon pörssi (London Stock Exchange) sekä erilaisia pörssinoteerattuja yhtiöitä ja pankkeja, ohjeiden mukaan sallittuja ovat yleensä 5 prosentin alennukset markkina-arvosta. Suurempia alennuksia ei kuitenkaan suljeta pois (ks. Myners, P., *Pre-emption rights on a public company's ability to raise new capital*, 8.2.2005, s. 47, saatavilla internetosoitteessa http://www.berr.gov.uk/files/file28436.pdf). Ohjeet eivät ole oikeudellisesti sitovia, mutta useimmiten niitä noudatetaan (ks. Gower ja Davies, *The Principles of Modern Company Law*, 7. painos, London, 2003, s. 637).

91 ja LSA:ssa säädetään takeista markkinahinnan liiallisesti alittavan merkintähinnan määrittämisen estämiseksi. Kuten jo mainittiin, direktiivissä 77/91 tämä päätös jätetään yhtiökokouksen tehtäväksi. [29] Direktiivin 77/91 29 artiklan 4 kohdan mukaan hallinto- tai johtoelimen on tällöin annettava yhtiökokoukselle kirjallinen selvitys, josta käyvät ilmi etuoikeuden rajoittamisen tai poistamisen perusteet ja jossa perustellaan osakkeiden ehdotettu merkintähinta. LSA:n 159 §:ssä mennään kuitenkin näitä yhteisön säännöksiä pidemmälle edellyttämällä kaupparekisterin nimittämän tilintarkastajan selvitystä, jonka on sisällettävä seuraavat tiedot: 1) arvio yhtiön osakkeiden kohtuullisesta arvosta, 2) arvio poistettavien merkintäetuoikeuksien teoreettisesta arvosta ja 3) arvio hallintoelimen ilmoittamien tietojen täsmällisyydestä.

66. Komission esittämien väitteiden vastaisesti merkintäetuoikeuden poistamista ja annin tyyppiä koskeva päätös ei kuulu täysin yhtiökokouksen harkintavaltaan. Kansallisessa lainsäädännössä asetettujen selvitysvelvollisuuksien tavoitteena on nimittäin direktiivin 77/91 29 artiklan 4 kohdan tavoin taata, että päätös on osakkeenomistajien ja velkojien etujen mukaisesti asiallisesti oikeutettu. [30] Sen vuoksi yhtiökokouksen on osakkeenomistajien oman edun vuoksi tehtävä päätös selvitysten nojalla riippumatta siitä, ovatko selvitykset oikeudellisesti sitovia vai eivät. LSA:n 159 §:n uusien osakkeiden liikkeeseen laskua koskevat tiukat vaatimukset [31] auttavat suojaamaan osakkeenomistajia, minkä vuoksi niitä ei voida pitää pelkkinä menettelyllisinä sääntöinä. [32] Niitä voidaan pitää pikemminkin lisätakuuna kohtuuttoman alhaisen merkintähinnan määrityksen estämiseksi.

29 – Ks. tämän ratkaisuehdotuksen 56 kohta.

30 – Näin myös Bagel, F., *Der Ausschluss des Bezugsrechts in Europa*, Köln, 1999, s. 352, jonka mukaan direktiivin 77/91 29 artiklan 4 kohdassa edellytetään selvitysvelvollisuuden johdosta, että yhtiökokouksen päätös oikeutetaan asiallisesti.

31 – Nähdäkseni nämä säännökset ovat yhteensopivia yhteisön oikeuden kanssa, koska niissä määritetään tiukemmat ehdot osakkeenomistajien merkintäetuoikeuden suojaamiseksi. Yhteisöjen tuomioistuimen oikeuskäytännön mukaan se on direktiivissä 77/91 edellytyksenä jäsenvaltioiden tiukemmille säännöksille. Tämä käy ilmi edellä alaviitteessä 8 mainitussa asiassa Siemens v. Nold annetusta tuomiosta, 22 kohta. Oikeudenkäynnin kohteena oli Saksan Bundesgerichtshofin esittämä ennakkoratkaisukysymys, jolla se kysyi yhteisöjen tuomioistuimelta, oliko sen siihenastinen merkintäetuoikeuden poistamista koskeva oikeuskäytäntö yhteensopiva yhteisön oikeuden kanssa. Bundesgerichtshof oli vuodesta 1978, ts. direktiivin 77/91 voimaantulosta lähtien, vaatinut vähemmistön ja enemmistön etujen punnitsemista ja esittänyt vaatimuksen, että merkintäetuoikeuden poistamisen piti olla tarpeellista ja kohtuullista. Yhteisöjen tuomioistuin yhtyi tähän näkemykseen viitaten sen yhteensopivuuteen direktiivin suojatavoitteen kanssa.

32 – Vastaavasti myös edellä alaviitteessä 13 mainittu Grechenig, K., s. 135–137, joka sisällyttää LSA:n 159 §:n merkintäetuoikeuden poistamiseen, yhtiön yhtiökokoukselle annettavia selvityksiä koskeviin velvollisuuksiin ja merkintähinnan määritykseen liittyvät säännökset osakkeenomistajien suojaamiseen. Edellä alaviitteessä 29 mainittu Bagel, F., s. 353, viittaa siihen, että jäsenvaltiot ovat asettaneet merkintäetuoikeuden poistamiselle muita muodollisia ja aineellisia ehtoja kuin direktiivin 77/91 29 artiklan 4 kohdassa mainitut. Hänen mukaansa selvitysvelvollisuuksien lisääminen ja lisäselvitykset eivät ole direktiivin vastaisia vaan auttavat suojaamaan osakkeenomistajia ja velkojia. Tämä vastaa myös H. Henzen artikkelissaan "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, s. 249, esittämää käsitystä, jonka mukaan direktiivin 77/91 29 artiklan 4 kohdassa ei säädetä vain muotokysymyksistä, vaan samalla kun johdolle asetetaan velvollisuus esittää pääoman korotuksen yhteydessä yhtiökokoukselle selvitys merkintäetuoikeuden poistamisesta ja ehdotetun merkintähinnan perustelut, siinä otetaan huomioon myös aineelliset, vähemmistöosakkaiden suojaa parantavat seikat.

67. Edellä esitetyn perusteella ei ole havaittavissa, että LSA:n 159 § voisi olla direktiivin 77/91 42 artiklan ja 29 artiklan 1 ja 4 kohdan vastainen.

68. Näin ollen ensimmäinen kanneperuste on hylättävä perusteettomana.

2. Toinen kanneperuste

69. Toisessa kanneperusteessaan komissio vetoaa direktiivin 77/91 29 artiklan 1 kohdan rikkomiseen, koska LSA:n 158 §:n 1 momentissa myönnetään pääomaa vastiketta vastaan korotettaessa osakkeiden merkintäetuoikeus osakkeenomistajien lisäksi myös vaihtovelkakirjojen haltijoille.

70. Komission kanssa on oltava yhtä mieltä siitä, että siltä osin kuin LSA:n 158 §:n 1 kohdassa myönnetään direktiivin 77/91 29 artiklan 1 kohdasta, jossa otetaan huomioon ainoastaan osakkeenomistajat,[33] poiketen merkintäetuoikeus myös vaihtovelkakirjojen haltijoille, ainakin sen sanamuoto on ristiriidassa direktiivin säännöksen kanssa,[34] mikä viittaa yhteisön oikeuden rikkomiseen.

71. Espanjan hallitus myöntää tosin sanamuodon ristiriidan,[35] mutta vastaa, että direktiivin 77/91 29 artiklan 1 kohdassa puhutaan uusien osakkeiden tarjoamisesta osakkeenomistajille etuoikeuksin, ei tarjoamisesta yksinomaan osakkeenomistajille. Lisäksi Espanjan hallitus torjuu sanamuotoon takertuvan tulkinnan ja kannattaa sen sijaan direktiivin 77/91 tavoitteiden ja yhtiön edun mukaista tulkintaa, jossa myös vaihtovelkakirjojen haltijat sisällytetään direktiivin 77/91 29 artiklan 1 kohdassa tarkoitettuihin oikeutettuihin tahoihin.

33 – Oikeusvertailun kannalta on todettava, että direktiivin 77/91 29 artiklan 1 kohta on pantu Saksassa täytäntöön 6.9.1965 annetun osakeyhtiölain 186 §:llä ja 221 §:n 4 momentilla (BGBl. I, s. 1089, viimeksi muutettu 16.7.2007 annetun lain 11 §:llä (BGBl. I, s. 1330), ja Itävallassa 31.3.1965 annetun osakeyhtiölain 153 ja 174 §:llä (BGBl. nro 98/1965, viimeksi muutettu BGBL. I nro 42/2001). Niiden mukaan ainoastaan osakkeenomistajilla on uusien osakkeiden ja osakkeiksi vaihdettavien velkakirjojen merkintäetuoikeus.

34 – Edellä alaviitteessä 7 mainittu Vásquez Albert, D., s. 1698; edellä alaviitteessä 9 mainittu Pisani Massamormile, A., s. 714 ja edellä alaviitteessä 21 mainittu Castellano Ramírez, M. J., s. 825, 829, toteavat oikeutetusti, että direktiivin 77/91 29 artiklan 1 kohdassa, toisin kuin LSA:n 158 §:n 1 momentissa, ei myönnetä merkintäetuoikeutta vaihtovelkakirjojen haltijoille. Castellano Ramírez selittää, että oikeuden laajentaminen vaihtovelkakirjojen haltijoille on Espanjan lainsäätäjän oma päätös, jota ei ole tehty direktiivin 77/91 täytäntöönpanon vuoksi.

35 – Ks. vastineen 39 kohta.

72. Mielestäni Espanjan hallituksen ehdottama tulkinta ei ole ainoastaan direktiivin 77/91 29 artiklan 1 kohdan selkeän sanamuodon vastainen. Se ei myöskään perustu tämän säännöksen systemaattiseen tai teleologiseen tulkintaan.

73. Direktiivin 77/91 29 artiklan 1 kohdassa säädetään selkeästi, että aina kun osakepääomaa korotetaan, osakkeita on tarjottava etuoikeuksin osakkeenomistajille ”suhteessa siihen osuuteen, jota heidän osakkeensa edustavat pääomasta”. Komissio huomauttaa osuvasti, että vaihtovelkakirjat eivät kuulu osakepääomaan. Tästä seuraa, että vaihtovelkakirjojen haltijoille on mahdotonta tarjota suhteellista osuutta osakkeista.

74. Direktiivin 77/91 29 artiklan 1 kohtaan sisältyvää osakkeenomistajan käsitettä ei myöskään voi Espanjan hallituksen käsityksestä poiketen ymmärtää niin, että siihen sisältyisivät myös vaihtovelkakirjojen haltijat. Direktiivin 77/91 29 artiklan 1 kohdan ja 29 artiklan 6 kohtaa vertaamalla voidaan havaita, että kun yhteisön lainsäätäjä sääti osakkeenomistajien merkintäetuoikeudesta, se oli hyvin tietoinen vaihtovelkakirjoista ja vastaavista arvopapereista, koska direktiivin 77/91 29 artiklan 6 kohdassa mainitaan ”arvopaperit, jotka voidaan vaihtaa osakkeiksi”. Säännös olisi turha, jos vaihtovelkakirjojen haltijatkin katsottaisiin osakkeenomistajiksi.

75. Kuten Espanjan hallitus osuvasti toteaa, direktiivin 77/91 29 artiklan 1 kohdassa ei mainita uusien osakkeiden tarjoamista yksinomaan osakkeenomistajille. Se ei ole myöskään osakkeenomistajien merkintäetuoikeuden tarkoitus ja tavoite, joka on nyt esillä olevan asian kohteena. Siltä osin Espanjan hallitus on väärässä. Kyse on pikemminkin sellaisen lainmukaisen oikeusaseman myöntämisestä, [36] jossa osakkeenomistajille annetaan osakepääoman korotuksen yhteydessä etuoikeus uusien osakkeiden ostamiseen. Direktiivi velvoittaa Espanjan lainsäätäjän luomaan kansallisessa oikeudessa täytäntöönpanon yhteydessä lainsäädännölliset edellytykset sille, että tämä etuoikeus saatetaan voimaan. Tämä vastaa sen velvollisuutta taata direktiivien käytännön toteutus niiden tavoitteiden mukaisesti. [37] Nämä lainsäädännölliset edellytykset eivät täyty, jos vaihtovelkakirjojen haltijat voivat kiistää osakkeenomistajien merkintäetuoikeuden, jolloin direktiivissä erityisesti suojattu osakkeenomistajien oikeus ei toteudu. [38]

36 – Sen sijaan edellä alaviitteessä 8 mainitun Nattererin, J., s. 68, käsityksen mukaan merkintäoikeus ei kaipaa säännöksiä. Merkintäoikeus on oikeusteoreettiselta kannalta pikemminkin yhteisön jäsenen luonnollinen oikeus pääomapohjaan.

37 – Vakiintuneen oikeuskäytännön mukaan direktiivin täytäntöönpanon on todella taattava direktiivin täydellinen soveltaminen (ks. vastaavasti mm. asia C-217/97, komissio v. Saksa, tuomio 9.9.1999 (Kok. 1999, s. I-5087, 31 kohta); asia C-214/98, komissio v. Kreikka, tuomio 16.11.2000 (Kok. 2000, s. I-9601, 49 kohta) ja asia C-62/00, Marks & Spencer, tuomio 11.7.2002 (Kok. 2002, s. I-6325, 26 kohta).

38 – Ks. vertailun vuoksi Saksan ja Itävallan oikeustilaa. Saksan osakeyhtiölain 187 §:n ja Itävallan osakeyhtiölain 154 §:n mukaan osakkeiksi vaihdettavien velkakirjojen haltijoille voidaan tosin taata uusien osakkeiden merkintää koskevia oikeuksia, mutta ainoastaan osakkeenomistajien merkintäoikeutta koskevalla varauksella. Tämä säännös takaa, ettei osakkeenomistajien merkintäoikeutta loukata.

76. LSA:n 158 §:n 1 momentti on ristiriidassa direktiivin 77/91 29 artiklan 1 kohdan tavoitteena olevan osakkeenomistajien merkintäetuoikeuden suojaamisen kanssa. Kuten alussa mainittiin, tämän säännöksen tavoitteena on suojata osakkeenomistajaa hänen osuutensa pienenemiseltä osakeyhtiön peruspääomasta. [39] Tämä tavoite tehdään tyhjäksi, jos myös vaihtovelkakirjojen haltijat saavat merkintäetuoikeuden ja merkitsevät osakkeenomistajien kanssa yhtiön osakepääoman korotuksen yhteydessä liikkeeseen laskettavia uusia osakkeita. [40]

77. Tämän oikeuden käyttäminen tarjoaa heille nimittäin mahdollisuuden hankkia osuuden osakepääomasta tarvitsematta vaihtaa velkakirjoja ensin osakkeiksi. Sen seurauksena osakkeenomistajien osuudet voivat pienentyä vaihtovelkakirjojen haltijoihin verrattuna, vaikka viimeksi mainitut eivät mahdollisesti täytä yhtiökokouksen velkakirjojen vaihtamiselle asettamia ehtoja. Osuuden pienenemisen ja samalla osakkeenomistajien aseman huonontumisen riski suurenee, jos vaihtovelkakirjojen haltijat täyttävät osakkeiksi vaihtamisen ehdot, varsinkin kun heillä on tällöin kaksi erilaista mahdollisuutta osuuksien ostamiseen yhtiöstä. Tästä olisi seurauksena vaihtovelkakirjojen haltijoiden suosiminen osakkeenomistajiin verrattuna. [41]

78. Edellä esitetystä seuraa, että LSA:n 158 §:n 1 momentti on sekä direktiivin 77/91 29 artiklan 1 kohdan sanamuodon että sen tarkoituksen ja tavoitteen vastainen, koska siinä myönnetään osakepääomaa vastiketta vastaan korotettaessa osakkeiden merkintäetuoikeus osakkeenomistajien lisäksi myös vaihtovelkakirjojen haltijoille.

79. Näin ollen toinen kanneperuste on perusteltu.

3. Kolmas kanneperuste

80. Kolmannessa kanneperusteessaan komissio vetoaa direktiivin 77/91 29 artiklan 6 kohdan ja 1 kohdan rikkomiseen, koska LSA:n 293 §:n 2 momentissa myönnetään vaihtovelkakirjojen merkintäetuoikeus osakkeenomistajien lisäksi myös aikaisemmin

39 – Ks. tämän ratkaisuehdotuksen 45 kohta.

40 – Edellä alaviitteessä 9 mainitun Grechenigin, K., nro 4, s. 583, käsityksen mukaan osakkeenomistajien merkintäetuoikeutta rajoitetaan yksiselitteisesti, jos muillakin sijoittajilla on samanlaiset oikeudet. Edellä alaviitteessä 21 mainittu Castellano Ramírez, M. J., s. 829, alaviite 135, katsoo, että osakkeenomistajien asema saattaa heiketä, jos heidän mahdollisuutensa ostaa uusia osakkeita huononevat osakkeiksi vaihdettavien velkakirjojen haltijoiden kilpailun vuoksi. Hän viittaa tämän säännöksen arvosteluun espanjalaisessa kirjallisuudessa.

41 – Myös Alonso Espinosa, F. J., *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas* (toim. Ignacio Arroyo ja José Miguel Embid), osa III, 292, 293 ja 294 §, s. 2815, viittaa vaarana olevaan osakkeiksi vaihdettavien velkakirjojen haltijoiden liialliseen suosimiseen osakkeenomistajiin verrattuna.

liikkeeseen laskettujen vaihtovelkakirjojen haltijoille.

81. Kuten jo todettiin, direktiivin 29 artiklan 1 kohdassa osakkeiden merkintäetuoikeus myönnettiin ainoastaan osakkeenomistajille. Direktiivin 77/91 29 artiklan 6 kohdasta käy lisäksi ilmi, että 1–5 kohta koskevat kaikkia arvopapereita, jotka voidaan vaihtaa osakkeiksi. Viittaus 29 artiklan 1 kohtaan on ymmärrettävä siten, että direktiivissä 77/91 myönnetään vaihtovelkakirjojen merkintäetuoikeus vain osakkeenomistajille. [42]

82. LSA:n 293 §:n 2 momentissa sitä vastoin myönnetään sama oikeus myös aikaisemmin liikkeeseen laskettujen vaihtovelkakirjojen haltijoille. Vastaavasti on tässäkin todettava, että jäsenvaltion lainsäädäntö menee pidemmälle kuin direktiivissä 77/91 säädetään. Yhteisön lainsäädäntökehystä pidemmälle meneminen aiheuttaa kuitenkin direktiivin 77/91 rikkomisen, koska se tapahtuu osakkeenomistajien kustannuksella.

83. Samoin kuin toisen kanneperusteen käsittelyn yhteydessä kuvatussa tilanteessa, myös vaihtovelkakirjojen hankinnan yhteydessä vallitsee kilpailutilanne osakkeenomistajien ja aikaisemmin liikkeeseen laskettujen vaihtovelkakirjojen haltijoiden välillä. Sen vuoksi tässä voidaan soveltaa jo toisen kanneperusteen käsittelyn yhteydessä esittämiäni näkemyksiä.

84. Kolmas kanneperuste on siis perusteltu.

4. Neljäs kanneperuste

85. Neljännessä kanneperusteessaan komissio vetoaa siihen, että on rikottu direktiivin 77/91 29 artiklan 6 kohtaa yhdessä 29 artiklan 4 kohdan kanssa, koska LSA:ssa ei säädetä siitä, että yhtiökokous voi poistaa vaihtovelkakirjojen merkintäetuoikeuden.

86. Direktiivin 77/91 29 artiklan 4 kohdassa säädetään, että yhtiökokous voi tietyillä ehdoilla tehdä päätöksen osakkeenomistajien merkintäetuoikeuden poistamisesta. Direktiivin 77/91 29 artiklan 6 kohdan mukaan tämä säännös koskee myös osakkeenomistajien merkintäetuoikeutta sellaisiin liikkeeseen laskettaviin arvopapereihin, jotka voidaan vaihtaa osakkeiksi.

42 – Vastaavasti myös edellä alaviitteessä 7 mainittu Vásquez Albert, D., s. 1698.

87. Mitä tulee edellä mainittujen yhteisön oikeuden säännösten täytäntöönpanoon Espanjan lainsäädännössä, on todettava, että LSA:n 159 §:ssä säädetään nimenomaan yhtiökokouksen oikeudesta päättää merkintäetuoikeuden poistamisesta. LSA:n 293 §:ssä, jossa myönnetään yhtiön osakkeenomistajille merkintäetuoikeus vaihtovelkakirjoihin, sitä vastoin ei myönnetä yhtiökokoukselle samaa oikeutta. LSA:n 293 §:n 3 momentin mukaan vaihtovelkakirjojen merkintäetuoikeuteen voidaan soveltaa tämän lain 158 §:n säännöksiä, mutta tämä viittaus ei ulotu LSA:n 159 §:ään. Tätä taustaa vasten on oltava samaa mieltä komission kanssa siitä, että Espanjan LSA poikkeaa direktiivistä jäsenvaltion täytäntöönpanotoimena ainakin sanamuodoltaan.

88. Espanjan hallituksen toteamukset siitä, että LSA:n säännöksiä on tulkittava systemaattisesti, jotta niistä voidaan päätellä, että Espanjan osakeyhtiölaissa säädetään vaihtovelkakirjojen merkintäetuoikeuden poistamisesta, ei vaikuta tähän päätelmään. Espanjan hallituksen on annettava selitys erityisesti siihen, miksi LSA:n 293 §:n 3 momentissa ei viitata suoraan LSA:n 159 §:n keskeiseen, merkintäetuoikeuden poistamista koskevaan sääntelyyn, mikä olisi tukenut sen esittämää tulkintaa.

89. Olen tietoinen siitä, että kun tutkitaan jäsenvaltion lainsäädännön säännöksen ristiriitaisuutta yhteisön oikeuden kanssa, ratkaisevaa ei ole ainoastaan säännöksen sanamuoto, vaan lisäksi on otettava huomioon tulkinta, jonka kansalliset tuomioistuimet ottavat säännöksen perustaksi. [43] Koska tämä tulkinta kuvaa kaikkia oikeussubjekteja sitovaa lain tulkintaa, jäsenvaltion oikeuskäytäntö on kansallisen lainsäädännön täytäntöönpanon ja tulkinnan yhteisön oikeuden mukaisuuden arvioinnin välttämätön mittapuu. Espanjan hallitus ei ole esittänyt mitään, mikä viittaisi ylimmän oikeusasteen tuomioistuimen yhteisön oikeuden mukaiseen LSA:n tulkintaan eikä varsinkaan oikeuskirjallisuudessa vallitsevaan käsitykseen. [44] Sen sijaan se on vedonnut omaan laintulkintaansa poistamatta täysin direktiivin moitteettomaan täytäntöönpanoon liittyviä epäilyjä. Sen vuoksi sen väitteitä on pidettävä näyttö- ja todistustaakkaan liittyvien proses-

43 – Lenaerts, K., Arts, D. ja Maselis, I., *Procedural Law of the European Union*, 2. painos, London, 2006, 5-056 kohta, s. 162, viittaavat siihen, että jäsenvaltioiden lakien, asetusten ja hallinnollisten määräysten ulottuvuutta on arvioitava kansallisten tuomioistuinten niille antaman tulkinnan valossa. Kuten tämän ratkaisuehdotuksen alaviitteessä 31 mainittiin, kansallisen oikeuden yhteisön oikeuden mukainen tulkinta oli Saksan Bundesgerichtshofin ennakkoratkaisukysymyksen kohteena asiassa C-42/95, Siemens v. Nold.

44 – Eräät espanjalaiset kirjoittajat ovat todella näyttäneet olevan sitä mieltä, että osakkeiksi vaihdettavien velkakirjojen merkintäetuoikeutta ei voi poistaa, koska LSA:n 293 §:n 3 momentista puuttuu viittaus LSA:n 159 §:ään (näin esimerkiksi Vicent Chulia, F., *Compendio crítico de derecho mercantil*, 3. painos, Barcelona, 1991, s. 800). Nykyään ilmeisesti enemmistö espanjalaisen lainopin harjoittajista puoltaa näiden normien systemaattista ja teleologista tulkintaa tai ainakin LSA:n 159 §:n analogista soveltamista osakkeiksi vaihdettavien velkakirjojen haltijoihin (vrt. edellä alaviitteessä 40 mainittu Alonso Espinosa, F. J., 293 §, s. 2818 ja sitä seuraava sivu ja edellä alaviitteessä 9 mainittu Grechenig, K., nro 4, s. 584). Analogian soveltaminen edellyttää kuitenkin tunnetusti sääntelyssä olevaa tahatonta aukkoa. Komission kanteen kohteena on nimenomaan tällainen sääntelyn aukko.

suaalisten sääntöjen nojalla riittämättömästi perusteltuina.

90. Edellä esitetystä huolimatta yhdyn komission siinä, että edellä esitetyt jäsenvaltion säännökset eivät ole riittävän täsmällisiä ja selkeitä eivätkä sen vuoksi täytä oikeusvarmuuteen ja selkeyteen liittyviä vaatimuksia.

91. Direktiivin täytäntöönpano jäsenvaltion oikeudessa ei välttämättä edellytä, että sen säännökset toistetaan muodollisesti ja sanamukaisesti nimenomaisessa säännöksessä. [45] Vakiintuneen oikeuskäytännön mukaan jäsenvaltioiden on yhteisön oikeuden täydellisen soveltamisen takaamiseksi saatettava lainsäädäntönsä yhdenmukaiseksi yhteisön oikeuden kanssa, mutta jäsenvaltioiden on lisäksi tehtävä se siten, että ne antavat säännöksiä, jotka ovat riittävän täsmällisiä, selkeitä ja läpinäkyviä, jotta oikeussubjektit voivat tuntea oikeutensa ja myös vedota niihin kansallisissa tuomioistuimissa. [46] Koska LSA:n 293 §:n 3 momentista ei käy epäilyksettä ilmi, että yhtiökokous voi päättää osakkeiksi vaihdettavien velkakirjojen merkintäetuoikeuden poistamisesta, Espanjan lainsäätäjä ei ole asianmukaisesti pannut täytäntöön direktiivin 77/91 29 artiklan 6 kohtaa yhdessä 29 artiklan 4 kohdan kanssa.

92. Näin ollen myös tämä kanneperuste on perusteltu.

VII Oikeudenkäyntikulut

93. Yhteisöjen tuomioistuimen työjärjestyksen 69 artiklan 2 kohdan mukaan asianosainen, joka häviää asian, velvoitetaan korvaamaan oikeudenkäyntikulut. Koska Espanjan kuningaskunta on olennaisilta osin hävinnyt asian, se on velvoitettava korvaamaan oikeudenkäyntikulut.

45 – Asia C-339/87, komisso v. Alankomaat, tuomio 15.3.1990 (Kok. 1990, s. I-851, 25 kohta); asia C-131/88, komissio v. Saksa, tuomio 28.2.1991 (Kok. 1991, s. I-825, 8 kohta) ja asia C-59/89, komissio v. Saksa, tuomio 30.5.1991 (Kok. 1991, s. I-2607, 18 kohta).

46 – Vrt. vastaavasti direktiivien osalta asia C-360/87, komissio v. Italia, tuomio 28.2.1991 (Kok. 1991, s. I-791, 12 kohta) ja asia C-220/94, komissio v. Luxemburg, tuomio 15.6.1995 (Kok. 1995, s. I-1589, 10 kohta). Ks. lisäksi asia C-162/99, komissio v. Italia, tuomio 18.1.2001 (Kok. 2001, s. I-541, 22–25 kohta) ja asia C-478/01, komissio v. Luxemburg, tuomio 6.3.2003 (Kok. 2003, s. I-2351, 20 kohta).

VIII Ratkaisuehdotus

94. Edellä esitetyn perusteella ehdotan, että yhteisöjen tuomioistuin

– toteaa, että koska Espanjan kuningaskunta ei ole asianmukaisesti pannut täytäntöön direktiiviä 77/91, se ei ole noudattanut direktiivin mukaisia velvoitteitaan, erityisesti

a) sen 29 artiklan 1 kohtaa, koska se myöntää osakepääomaa korotettaessa vastiketta vastaan osakkeiden merkintäetuoikeuden osakkeenomistajien lisäksi myös vaihtovelkakirjojen haltijoille

b) sen 29 artiklan 6 kohtaa yhdessä 29 artiklan 1 kohdan kanssa, koska se myöntää vaihtovelkakirjojen merkintäetuoikeuden osakkeenomistajien lisäksi aikaisempiin merkintöihin liittyvien osakkeiksi vaihdettavien velkakirjojen haltijoille

c) sen 29 artiklan 6 kohtaa yhdessä 29 artiklan 4 kohdan kanssa, koska se ei säädä siitä, että yhtiökokous voi poistaa vaihtovelkakirjojen merkintäetuoikeuden

– hylkää kanteen muilta osin perusteettomana

– velvoittaa Espanjan kuningaskunnan korvaamaan oikeudenkäyntikulut.