FÖRSLAG TILL AVGÖRANDE AV GENERALADVOKAT VERICA TRSTENJAK

föredraget den 4 september 2008 [1]

I — Inledning

1. Det aktuella målet rör en talan om fördragsbrott som kommissionen har väckt i enlighet med artikel 226 EG. Kommissionen har yrkat att Europeiska gemenskapernas domstol ska fastställa att Konungariket Spanien har underlåtit att fullgöra sina skyldigheter enligt artiklarna 29 och 42 i rådets direktiv 77/91/EEG av den 13 december 1976 [2] (nedan kallat direktiv 77/91) genom att inte korrekt införliva nämnda direktivbestämmelser med sitt nationella rättssystem.

2. Talan avser olika aspekter av aktieägares företrädesrätt i samband med ökningar av bolagskapitalet genom tillskott i form av pengar, framför allt de rättsliga villkoren för ett upphävande av företrädesrätten, frågan huruvida en nationell bestämmelse, enligt vilken en sådan rättighet även gäller för innehavare av konvertibla skuldebrev, [3] är förenlig med gemenskapsrätten samt de villkor som fastställts i gemenskapsrätten som ska beaktas vid fastställandet av emissionspriset av nya aktier.

II — Tillämpliga bestämmelser

A — *Gemenskapslagstiftningen*

3. Artikel 44.2 g EG, enligt vilken rådet och kommissionen ska samordna de skyddsåt-

1 — Originalspråk: tyska.

2 — Rådets andra direktiv 77/91/EEG av den 13 december 1976 om samordning av de skyddsåtgärder som krävs i medlemsstaterna av de i artikel 58 andra stycket i fördraget avsedda bolagen i bolagsmännens och tredje mans intressen när det gäller att bilda ett aktiebolag samt att bevara och ändra dettas kapital, i syfte att göra skyddsåtgärderna likvärdiga (EGT L 26, 1977, s. 1; svensk specialutgåva, område 17, volym 1, s. 7).

3 — Konvertibla skuldebrev är skuldebrev vid vilka borgenären utöver kravet på återbetalning som en särskild rättighet har rätt att byta ut skuldebreven mot aktier eller erhålla nya aktier (se Nagele, *Kommentar zum Aktiengesetz* (utgiven av Peter Jabornegg/Rudolf Strasser), fjärde upplagan, Wien 2002, del III (145–273 §§ i aktiebolagslagen), punkt 5, s. 5, Peifer, K.-N., *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, andra upplagan, 2005, 186 § i aktiebolagslagen, punkt 33, Hüffer, U., *Aktiengesetz*, åttonde upplagan, volym 53, 160 § i aktiebolagslagen, punkt 12, Holland, B., "Die Bedienung von Wandelanleihen aus genehmigtem Kapital", *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht*, 2006, häfte 23, s. 892; Kocbek, M., *Veliki komentar Zakona o gospodarskih družbah / ZGD-1* (utgiven av Marijan Kocbek), volym 2, Ljubljana 2007, artikel 371, sidorna 664 och 665). I finansiellt hänseende är det vid konvertibla skuldebrev fråga om hybrida värdepapper, eftersom de först och främst i deras egenskap av obligationer ger en fast avkastning och vid utbyte en variabel vinst (se Tapia Hermida, A. J., "Obligaciones convertibles", *Diccionario de Derecho de Sociedades* (utgiven av Carmen Alonso Ledesma), Madrid 2006, s. 820 och följande sidor).

gärder som krävs i medlemsstaterna i bolagsmännens och tredje mans intressen, i syfte att göra skyddsåtgärderna likvärdiga inom gemenskapen, utgör den rättsliga grunden för direktiv 77/91.

4. Andra och femte skälen i direktiv 77/91 har följande lydelse:

”För att aktieägarna och borgenärerna skall kunna garanteras ett minimum av likvärdigt skydd är det särskilt viktigt att samordna de nationella bestämmelserna om att bilda ett aktiebolag samt om att bevara, öka och sätta ned dess kapital.

…

Med hänsyn till ändamålet med artikel [44.2 g EG] måste medlemsstaternas lagstiftning om ökning och nedsättning av kapitalet säkerställa att de principer beaktas och harmoniseras som syftar till en lika behandling av aktieägare med samma ställning och till ett skydd för borgenärer med fordringar som har uppkommit före en kapitalnedsättning.”

5. I artikel 29 i direktiv 77/91 föreskrivs följande:

”1. Vid varje ökning av det tecknade kapitalet, som skall betalas med pengar, skall aktierna med företrädesrätt erbjudas aktieägarna i förhållande till den andel av kapitalet som deras aktier representerar.

…

4. Företrädesrätten får inte begränsas eller upphävas i bolagsordningen eller stiftelseurkunden. Detta får däremot ske genom ett beslut av bolagsstämman. Direktionen eller styrelsen skall i så fall lämna bolagsstämman en skriftlig redogörelse som anger skälen för att begränsa eller upphäva företrädesrätten och grunderna för den föreslagna emissionskursen. Bolagsstämmans beslut skall fattas enligt bestämmelserna i artikel 40 om beslutförhet och majoritet. …

…

6. Punkterna 1–5 tillämpas vid emission av alla värdepapper som kan bytas ut mot aktier

eller som är förenade med teckningsrätt till aktier, men inte vid själva utbytet av värdepapperen eller vid utnyttjandet av teckningsrätten.”

”Vid kapitalökningar genom emission av nya vanliga aktier eller preferensaktier kan aktieägare och innehavare av konvertibla skuldebrev inom en frist som bolagsledningen ger dem, vilken när det gäller börsnoterade bolag inte får vara kortare än femton dagar, och i samtliga andra fall, inte får vara kortare än en månad från och med dagen för offentliggörandet av meddelandet om nyemission i *Boletín Oficial del Registro Mercantil* [handelsregistret], utöva sin rätt att teckna en proportionell andel till det nominella värdet av de aktier som de redan innehar eller den proportionella andel som motsvarar värdet av deras konvertibla skuldebrev eller i detta ögonblick utöva rätten till utbyte [av de konvertibla skuldebreven].”

6. I artikel 42 i direktiv 77/91 föreskrivs följande:

”För att detta direktiv skall kunna genomföras måste medlemsstaternas lagstiftning behandla de aktieägare lika som befinner sig i samma ställning.”

9. I artikel 159 i aktiebolagslagen regleras det upphävande av företrädesrätten som föreskrivs i artikel 158 i aktiebolagslagen på följande sätt:

B — *Den nationella lagstiftningen*

7. Direktiv 77/91 införlivades i spansk lagstiftning genom artiklarna 158, 159 och 293 i kungligt lagstiftningsdekret 1564/1989 av den 22 december 1989 genom vilket texten till aktiebolagslagen revideras.

”1. Om detta krävs för att tillgodose bolagets intresse kan bolagsstämman vid beslutet om kapitalökning besluta om att helt eller delvis upphäva företrädesrätten. För beslutet, som ska överensstämma med bestämmelserna i artikel 144, ska få ändamålsenlig verkan krävs följande:

8. I artikel 158.1 i aktiebolagslagen erkänns företrädesrätten i samband med kapitalökningar i aktiebolag genom emission av nya aktier med följande bestämmelser:

a) I kallelsen till bolagsstämman ska förslaget om upphävande av företrädesrätten och typen av nyemission av aktier anges.

b) Vid kallelsen till bolagsstämman ska enligt artikel 144.1 c ett yttrande som utarbetats av förvaltarna, i vilket de i detalj motiverar förslaget och typen av nyemission och anger de personer till vilka överlåtelsen ska ske, göras tillgänglig för aktieägarna, samt en under ansvar av en av bolagets olika revisorer som utnämnts av handelsregistret i detta syfte utarbetad redogörelse avseende det rimliga värdet av bolagets aktier, avseende det teoretiska värdet av de företrädesrätter som föreslås upphävda, samt avseende rimligheten i uppgifterna i förvaltarens yttrande.

c) Det nominella värdet av de aktier som nyemissionen avser, eventuellt inklusive emissionsavgiften, ska motsvara det rimliga värde som framgår av revisorns redogörelse. Vad gäller ett börsnoterat bolag ska det rimliga värdet av bolagets aktier förstås som det marknadsvärde som ska fastställas på grundval av börsnoteringen, varvid marknadsvärdet utgör utgångspunkten om inte motsatsen bevisas.

Bolagsstämman kan trots detta när det gäller börsnoterade bolag så snart denna har tillgång till förvaltarens yttrande och den redogörelse från revisorn som krävs enligt punkt b, i vilken aktiernas nettovärde ska anges, besluta om emission av nya aktier till vilket pris som helst, men bara om detta pris är högre än det nettovärde som de motsvarar och som framgår av revisorns redogörelse, varvid bolagsstämman kan begränsa sig till förfarandet för dess fastställelse.

…."

10. I artikel 293 i aktiebolagslagen regleras företrädesrätten att teckna konvertibla skuldebrev på följande sätt:

"1. Aktieägare i bolag har företrädesrätt att teckna konvertibla skuldebrev.

2. Samma rätt gäller för innehavare av konvertibla skuldebrev från tidigare emissioner i den proportion som föreskrivs i bestämmelserna om utbyte.

3. Bestämmelserna i artikel 158 i denna lag är tillämpliga på företrädesrätten att teckna konvertibla skuldebrev."

III — Det administrativa förfarandet

11. Kommissionen uppmärksammade genom en formell underrättelse av den 15 januari 2004 den spanska regeringen på vissa inkonsekvenser vid genomförandet av direktiv 77/91 genom aktiebolagslagen.

12. I sin svarsskrivelse av den 10 mars 2004 bestred den spanska regeringen samtliga invändningar om att den aktuella lagen står i strid med direktiv 77/91.

13. Kommissionen ansåg att svaret inte var tillfredsställande och beslutade därför att avge ett motiverat yttrande till den spanska regeringen den 5 januari 2005. I detta ålade kommissionen den spanska regeringen att inom en frist på två månader göra de ändringar som krävs i den nationella lagstiftningen.

14. Den spanska regeringen översände därefter den 4 mars 2005 en av dess ekonomi- och finansministerium författad skrivelse till kommissionen, i vilken den avslog kommissionens krav.

15. Kommissionen som inte var tillfredsställd med den spanska regeringens argumentation beslutade att väcka talan i domstolen.

IV — Förfarandet vid domstolen och parternas yrkanden

16. Kommissionen har i sin ansökan, som inkom till domstolens kansli den 4 augusti 2006, yrkat att domstolen ska

— fastställa att Konungariket Spanien har underlåtit att uppfylla sina skyldigheter enligt rådets direktiv 77/91/EEG av den 13 december 1976 om samordning av de skyddsåtgärder som krävs i medlemsstaterna av de i artikel 58 andra stycket i fördraget avsedda bolagen i bolagsmännens och tredje mans intressen när det gäller att bilda ett aktiebolag samt att bevara och ändra dettas kapital, i syfte att göra skyddsåtgärderna likvärdiga genom att inte korrekt införliva direktivet, i synnerhet vad gäller

a) artikel 42 jämförd med artikel 29.1 och 29.4 i direktivet, eftersom bolagsstämman enligt Konungariket Spanien får besluta om nyemission av aktier utan företrädesrätt till ett pris som understiger ett rimligt pris,

b) artikel 29.1 i direktivet, eftersom företrädesrätten att teckna aktier vid ökning av kapitalet genom tillskott i form av pengar enligt Konungariket Spanien inte bara gäller för aktieägarna utan även för innehavare av konvertibla skuldebrev,

c) artikel 29.6 jämförd med artikel 29.1 i direktivet, eftersom företrädesrätt till konvertibla skuldebrev enligt Konungariket Spanien inte bara gäller för aktieägare utan också för innehavare av konvertibla skuldebrev som avser tidigare emissioner,

d) artikel 29.6 jämförd med artikel 29.4 i direktivet, eftersom det inte föreskrivs att bolagsstämman får besluta att utesluta företrädesrätten till konvertibla skuldebrev,

— förplikta Konungariket Spanien att ersätta rättegångskostnaderna.

17. Konungariket Spanien har yrkat att domstolen ska

— ogilla talan, och

— förplikta kommissionen att ersätta rättegångskostnaderna.

18. Kommissionen lämnade in sin replik den 4 december 2006. Den spanska regeringens duplik inkom till domstolen den 6 februari 2007, efter det att den hade fått tidsfristen förlängd.

19. Domstolens ordförande har genom beslut av den 18 januari 2007 tillåtit Förenade kungariket, Republiken Polen och Republiken Finland att intervenera i enlighet med artikel 93.1 i rättegångsreglerna till stöd för Konungariket Spaniens yrkanden. De har inkommit med skriftliga yttranden.

20. Då begäran om muntlig förhandling inte har framställts, var målet efter domstolens allmänna sammanträde den 29 april 2008 färdigt för detta förslag till avgörande.

V — Parternas grunder och huvudsakliga argument

21. Kommissionen har totalt anfört fyra grunder mot Konungariket Spanien.

A — *Den första grunden*

22. Genom sin första grund har *kommissionen* gjort gällande att den i artikel 42 i direktiv 77/91 föreskrivna skyldigheten till likabehandling av aktieägare har åsidosatts, eftersom det enligt artikel 159.1 c i aktiebolagslagen vid en ökning av kapitalet utan företrädesrätt är tillåtet att fastställa ett emissionspris för nya aktier som kan vara betydligt lägre än deras marknadsvärde.

23. Kommissionen har särskilt påpekat att bolagsstämman i ett börsnoterat bolag enligt artikel 159.1 c i aktiebolagslagen kan besluta om nyemission till vilket pris som helst, dock bara om det priset är högre än motsvarande nettovärde. Nettovärdet kan enligt kommissionen följaktligen understiga marknadsvärdet med 20 procent eller till och med med 80 procent. Kommissionen har i detta avseende hänvisat till bestämmelser i andra medlemsstater, enligt vilka emissionspriset för nya aktier kan fastställas till högst 5–10 procent under marknadsvärdet.

24. Av detta har kommissionen dragit slutsatsen att artikel 159.1 c i aktiebolagslagen utgör ett åsidosättande av artikel 42 i direktiv 77/91, eftersom den vad gäller börsnoterade bolag tillåter en öppen diskriminering mellan de aktieägare som har förvärvat sina aktier till marknadsvärdet och de nya aktieägare som av bolaget tillåts att förvärva aktier till ett pris som är betydligt lägre än marknadsvärdet (och därför ”orimligt”).

25. *Konungariket Spanien* har gjort gällande att det i aktiebolagslagen fastställs villkor för upphävande av företrädesrätten som egentligen är mer restriktiva än dem som fastställs i direktiv 77/91. För det första föreskrivs i aktiebolagslagen, vilket även *Republiken Polen, Förenade kungariket* och *Republiken Finland* har påpekat, en minimigräns för emissionspriset som i vart fall inte får under-

stiga det pris som motsvarar aktiernas nettovärde. För det andra föreskrivs i aktiebolagslagen att bolagsförvaltarens yttrande ska bifogas en redogörelse från en oberoende revisor.

26. Konungariket Spanien har gjort gällande att kommissionen felaktigt har dragit slutsatsen att artikel 159.1 c andra stycket i aktiebolagslagen tillåter att ett pris fastställs som är ”orimligt lågt” i förhållande till de aktuella aktiernas marknadsvärde. Det första stycket innehåller i själva verket enbart en motbevisbar presumtion enligt vilken det ”rimliga värdet” på aktien i ett börsnoterat bolag motsvarar dess ”marknadsvärde”. Inte desto mindre kan bolagsstämman fastställa ett emissionspris som är lägre än marknadsvärdet som inte förefaller orimligt när det är berättigat mot bakgrund av ovannämnda redogörelser.

27. *Konungariken Spanien*, *Republiken Polen* och *Förenade kungariket* har dessutom gjort gällande att en diskriminering mellan de befintliga aktieägarna och de potentiella aktieägare som förvärvar aktier i samband med en ökning av kapitalet i ett börsnoterat bolag inte är möjlig, eftersom dessa båda kategorier av aktieägare inte befinner sig i en jämförbar situation. På grund av börsnoteringen och svängningarna på aktiemarknaden har emellertid varje aktieägare förvärvat sina aktier till priser som beroende på tidpunkten för förvärvet och börsnoteringen varierar. Det är därför normalt att vissa aktieägare har förvärvat sina aktier till ett pris som är lägre eller högre än emissionspriset.

28. Såväl *Konungariket Spanien* som *Republiken Polen* har vidare betonat att artikel 159.1c i aktiebolagslagen kräver samtycke från bolagsstämman, varvid den majoritet som krävs för att ändra bolagsordningen ska beaktas.

29. *Förenade kungariket* anser vidare att det inte kan vara tal om en skillnad i behandlingen, eftersom priset på en aktie endast utgör en ekonomisk aspekt. Även om en diskriminering skulle anses föreligga är denna i vart fall berättigad av hänsyn till bolagets ekonomiska intresse av en kapitalökning.

30. *Republiken Finland* anser att det för bedömningen av om det föreligger en diskriminering krävs en samlad bedömning av de omständigheter som föreligger vid en nyemission av aktier.

31. *Republiken Polen* anser att möjligheten till emission av nya aktier till ett pris som understiger marknadsvärdet inte ska bedömas mot bakgrund av skyldigheten till likabehandling utan mot bakgrund av principen att beslutsorganen i ett bolag ska handla i bolagets intresse.

B — *Den andra grunden*

32. Genom sin andra grund har *kommissionen* gjort gällande att artikel 29.1 i direktiv 77/91 har åsidosatts, eftersom företrädesrätten att teckna aktier vid ökning av kapitalet genom tillskott i form av pengar enligt Konungariket Spanien enligt artikel 158.1 i aktiebolagslagen inte bara gäller för aktieägarna utan även för innehavare av konvertibla skuldebrev.

33. Enligt artikel 29.1 i direktivet krävs att de nya aktierna ”med företrädesrätt [ska] erbjudas aktieägarna i förhållande till den andel av kapitalet som deras aktier representerar”. Eftersom konvertibla skuldebrev inte är en del av det tecknade kapitalet i bolaget medger inte den i aktiebolagslagen för innehavare av konvertibla skuldebrev föreskrivna företrädesrätten att de nya aktierna erbjuds aktieägarna i förhållande till deras innehav i bolaget. En sådan bestämmelse står följaktligen i strid med ändamålet med direktivet, nämligen att hindra risken för utvattning av aktieägarnas andelar i bolaget. Inte heller krävs en sådan åtgärd för att skydda de intressen som innehavare av konvertibla skuldebrev har.

34. *Konungariket Spanien* anser att en bokstavlig tolkning av artikel 29.1 i direktiv 77/91, såsom kommissionen har föreslagit, strider mot bestämmelsens ordalydelse, eftersom aktierna enligt denna bestämmelse ”med företrädesrätt” ska erbjudas aktieägarna, vilket i sin tur inte innebär att aktierna enligt denna bestämmelse ”uteslutande” ska erbjudas aktieägarna. Härtill kommer att det i direktivet inte sägs något om skuldebrev.

35. *Konungariket Spanien* och *Republiken Polen* förespråkar snarare en teleologisk tolkning av förevarande bestämmelse för att därmed inte endast skydda innehavare av konvertibla skuldebrev utan även potentiella nya aktieinnehavare i bolaget och behålla värdet på de aktier som är reserverade för dem. På så sätt förhindras även att emittenten utövar inflytande på (den gynnsamma) tidpunkten för utbytet.

36. *Republiken Polen* har slutligen påpekat att direktivet även syftar till att skydda ”tredje man”, det vill säga även sådana personer som i vissa situationer kan jämställas med aktieägarna som till exempel innehavare av konvertibla skuldebrev. Syftet med direktivet är dessutom bara att garantera ett minimiskydd, varvid det ankommer på medlemsstaterna att anta strängare skyddsbestämmelser.

C — *Den tredje grunden*

37. *Kommissionen* har fastställt att artikel 239.2 i aktiebolagslagen står i strid med artikel 29.1 och 29.6 i direktiv 77/91 av samma skäl som de som nämnts inom ramen för den andra grunden, i den mån som en företrädesrätt till konvertibla skuldebrev enligt denna bestämmelse inte bara gäller för aktieägare utan också för innehavare av konvertibla skuldebrev som satts i omlopp tidigare.

38. *Konungariket Spanien* och *Republiken Polen* har hänvisat till den argumentation som redan anförts avseende den andra grunden och har påpekat att det saknas stöd för en sådan bokstavstolkning av direktivet som kommissionen har gjort.

D — *Den fjärde grunden*

39. *Kommissionen* har gjort gällande att artikel 29.6 jämförd med artikel 29.4 i direktiv 77/91 har åsidosatts, eftersom det i aktiebolagslagen inte föreskrivs att bolagsstämman får besluta att utesluta företrädesrätten till konvertibla skuldebrev.

40. Kommissionen har påpekat att artikel 293.3 i aktiebolagslagen visserligen hänför sig till artikel 158 i aktiebolagslagen men inte innehåller någon hänvisning till artikel 159 i aktiebolagslagen, i vilken just möjligheten att upphäva företrädesrätten regleras. Även om den företrädesrätt att teckna konvertibla skuldebrev som tillerkänns aktieägare skulle kunna upphävas genom en systematisk tolkning så ger emellertid artikel 293 i aktiebolagslagen, i nu gällande lydelse, upphov till tvivel och osäkerhet för enskilda aktieägare och kan följaktligen inte betraktas som ett korrekt införlivande av direktivet, särskilt som det inte har framlagts någon bevisning för att de spanska

domstolarna faktiskt tillämpade en sådan systematisk tolkning.

41. *Konungariket Spanien* har anfört att en systematisk tolkning av artikel 293 i aktiebolagslagen inte kan föranleda någon annan bedömning än att bolagsstämman kan upphäva företrädesrätten till konvertibla skuldebrev för aktieägare, eftersom en annorlunda lösning är ologisk.

42. *Republiken Finland* har påpekat att syftet med direktivet i vart fall endast är att åstadkomma en minimiharmonisering och även om bolagsstämman inte kan upphäva företrädesrätten till konvertibla skuldebrev för aktieägare skulle detta inte utgöra ett åsidosättande av direktiv 77/91.

VI — Rättslig bedömning

A — *Inledande överväganden*

43. Harmoniseringen av medlemsstaternas materiella bolagsrätt har hittills skett genom tretton direktiv och förslag till direktiv. [4] Till dessa hör direktiv 77/91, som antogs den 13 december 1976, vilket särskilt syftar till att tillnärma medlemsstaternas bestämmelser avseende aktiebolagsbildning men också till att uppbringa och bevara aktiebolagets minimikapital varför det även betecknas som ”kapitaldirektiv”. [5]

44. I artikel 29.1 i direktiv 77/91 förankras aktieägarnas företrädesrätt vid kapitalökning på gemenskapsnivå. Det ska emellertid erinras om att företrädesrätten i vissa medlemsstater bottnar i en lång rättstradition som inleddes

4 — På grundval av artikel 44.2 g EG har hittills tio direktiv om tillnärmning avseende bolagsrätt i snäv mening antagits och införlivats i nationell lagstiftning (se Kindler, P., *Münchener Kommentar zum BGB*, fjärde upplagan, 2006, volym 11, punkt 33, Behrens, P., *Handbuch des EU-Wirtschaftsrechts*, volym 1, München 2004, E. III, punkt 10, s. 10, Trstenjak, V./Kocbek, M., *Evropsko pravo gospodarskih družb*, Ljubljana 2004, sidorna 31–50).

5 — Den grundläggande betydelsen av direktiv 77/91 är att inom gemenskapsrätten föreskriva den kontinentaleuropeiska principen om bundet kapital. Eftersom aktieägarna inte personligen ansvarar för bolagets skulder ska bolaget för att skydda borgenärerna förfoga över ett minimikapital, som dessutom säkerställs genom stränga bestämmelser avseende bevarande av kapitalet. I direktivet regleras därför inte endast kapitalets minimibelopp, utan även och framför allt de sätt på vilket tillskott i form av pengar och apportegendom ska ske, förvärv av egna aktier genom bolaget, indragning av aktier och ändringar av kapitalet genom kapitalökning och kapitalnedsättning. Syftet med direktivet är emellertid, även i den mån det reglerar tillföring och bevarande av garantikapitalet, inte endast att skydda borgenärerna. Enligt andra och femte skälen rör det sig snarare även om att skydda aktieägarna. Särskilt bestämmelserna om bolagsstämmans deltagande i beslut om åtgärder avseende kapitalet och om informationsskyldigheter vid svåra förluster, införandet av en företrädesrätt för aktieägare vid kapitalökningar och befästandet av likabehandlingsprincipen har detta syfte. I direktivet regleras därutöver viktiga frågor i samband med bildandet av ett aktiebolag. I detta sammanhang ska särskilt bestämmelserna avseende minimiinnehållet i bolagsordningen, stiftelseurkunden eller i en separat handling framhållas (se Habersack, M., *Europäisches Gesellschaftsrecht*, tredje upplagan, München 2006, punkterna 3 och 4, sidorna 129 och 130, Lutter, M., *Europäisches Unternehmensrecht*, fjärde upplagan, Berlin 1996, sidorna 109 och 110).

i mitten av 1800-talet. [6] I den komparativrättsliga doktrinen är det en utbredd uppfattning att denna rättighet har sitt ursprung i rättsordningen i Förenade kungariket, men från mitten av 1900-talet påverkades den, åtminstone på europeisk nivå, på ett avgörande sätt av utvecklingen i rättsordningarna i Tyskland, Frankrike och Italien. [7] Den harmonisering av medlemsstaternas bolagsrättsliga bestämmelser som är förenad med direktiv 77/91 medförde i sin tur att andra medlemsstater, vars rättsordningar fram till den tidpunkten antingen inte innehöll någon sådan rättighet eller i vart fall inte tillerkände rättigheten bindande karaktär, var tvungna att införa företrädesrätten i sin nationella lagstiftning, vilket bidrog till dess spridning och homogenisering även utanför EU:s gränser.

och gör det därmed möjligt för honom att behålla sin kvotandel. [8] Han har därmed rätt att inneha samma procentuella andelar i aktiebolagets bolagskapital som tidigare. Enligt den traditionella uppfattningen utgör aktieägarnas företrädesrätt av det skälet en effektiv mekanism för att skydda enskilda aktieägare och minoritetsaktieägare mot de nackdelar som en kapitalökning via en emission av nya aktier kan medföra. Härtill hör förlusten av deltaganderättigheter av ekonomisk natur (till exempel minskning av rätten till aktieutdelning) och av politisk natur bland annat i form av medbestämmanderättigheter (till exempel begränsning av rösträttigheter) samt övriga rättigheter av icke-ekonomisk natur (till exempel informationsrättigheter, rätten att inkalla bolagsstämma). [9]

45. Företrädesrätten ger aktieägaren en rätt till en del av de nya aktierna vid kapitalökning som motsvarar de kvotandelar han hittills haft

6 — För en undersökning av utvecklingen av företrädesrätten i rättsordningarna i Tyskland, Italien, Frankrike, Förenade kungariket, Belgien, Portugal och Schweiz se Vásquez Albert, D., "El derecho de suscripción preferente en Europa", *Revista de derecho de sociedades*, nr 11 (1999), sidorna 79–131.

7 — Se Vásquez Albert, D., "El derecho de suscripción preferente en el Derecho Comunitario", *Revista de derecho mercantil*, nr 230 (1998), s. 1693. Därvid har den tyska aktiebolagslagen på ett avgörande sätt påverkat direktiv 77/91, såväl vad gäller systematiken som innehållet, vilket har medfört svårigheter för commom law-medlemsstater vid införlivandet (se Trstenjak, V./Kocbek, M. (ovan fotnot 4), s. 34; Schutte-Venstra, J.N., *Harmonisatie van het kapitaalbeschermingsrecht in de EEG*, Apeldoorn 1991, s. 16).

8 — Natterer, J., *Kapitalveränderung der Aktiengesellschaft, Bezugsrecht der Aktionäre und sachlicher Grund*, Bielefeld 2000, s. 8. Peifer, K.-N. (ovan fotnot 3), 186 § i aktiebolagslagen, punkt 16; *Lamy Sociétés Commerciales* (utgiven av Jacques Mestre/Dominique Velardocchio), Rueil-Malmaison 2008, s. 1835. Se dom av den 19 november 1996 i mål C-42/95, Siemens (REG 1996, s. I-6017), punkt 19, i vilken domstolen befattade sig med ändamålet med principen om företrädesrätt som är att förhindra en minskning av aktieägarnas procentuella andel i bolagskapitalet.

9 — Se, för ett liknande resonemang, Grechenig, K., "Discriminating Shareholders through the Exclusion of Pre-emption Rights?", *European company and financial law review*, volym 4 (2007), nr 4, s. 577. Yanes Yanes, P., "Derecho de suscripción preferente", *Diccionario de Derecho de Sociedades* (utgiven av Carmen Alonso Ledesma), Madrid 2006, s. 511, och Davies, P., *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*, sjunde upplagan, London 2003, sidorna 631 och 632, som har påpekat att företrädesrätten uppfyller två funktioner. Den ska för det första skydda aktieägaren mot en utvattning av hans ekonomiska andel i bolaget. För det andra ska denna rättighet skydda aktieägaren mot att förlora sitt inflytande på bolaget. Pisani Massamormile, A., "Aumento del capitale sociale", *Armonie e disarmonie nel diritto comunitario delle società di capitali*, volym 1, Milano 2003, s. 714, skiljer mellan två funktioner med företrädesrätten, en som avser förvaltningen (i samband med varje aktieägares rösträtt) och en som avser förmögenheten (med avseende på varje aktieägares rätt till andel av vinst).

46. Denna rättsliga tankegång kommer till uttryck i direktiv 77/91 genom att direktivet säkerställer att aktieägarnas och tredje mans rättigheter tillvaratas, i synnerhet vid bolagsbildning samt vid ökning och nedsättning av dess kapital. I linje med målsättningarna i dess rättsliga grund i artikel 44.2 g EG garanterar företrädesrätten aktieägarna en lägsta skyddsnivå i samtliga medlemsstater. [10]

B — *Bedömning av grunderna*

1. Den första grunden

47. Det kan med avseende på den processuella fördelningen av bevisbördan inledningsvis hänvisas till att det i mål om fördragsbrott enligt artikel 226 EG åligger kommissionen att bevisa att gemenskapsrätten har åsidosatts. Dessutom ska kommissionen förse domstolen med de uppgifter som den behöver för att kunna kontrollera om fördragsbrott föreligger och den får därvid inte stödja sig på någon presumtion. [11] Det ankommer på den svarande medlemsstaten att på ett sakligt och detaljerat sätt bemöta de fakta som presenterats och konsekvenserna därav. [12]

48. Genom sin första grund har *kommissionen* gjort gällande att den i artikel 42 i direktiv 77/91föreskrivna skyldigheten till likabehandling av aktieägare jämförd med artikel 29.1 och 29.4 i samma direktiv har åsidosatts. Enligt kommissionen har den ovannämnda gemenskapsbestämmelsen åsidosatts, eftersom det enligt den omtvistade nationella bestämmelsen i artikel 159.1 c i aktiebolagslagen vid en ökning av kapitalet utan företrädesrätt är tillåtet att fastställa ett emissionspris för nya aktier som kan vara betydligt lägre än deras marknadsvärde.

49. I artikel 159.1 c i aktiebolagslagen föreskrivs vissa förutsättningar för att företrädesrätten ska kunna upphävas. Enligt denna bestämmelse ska priset för aktierna i nyemissionen motsvara det ”rimliga värdet”, vilket framgår av den redogörelse från styrelsen som

10 — Dom av den 30 maj 1991 i de förenade målen C-19/90 och C-20/90, Karella (REG 1991, s. I-2691), punkterna 25 och 30, och av den 24 mars 1992 i mål C-381/89, Epas (REG 1992, s. I-2111), punkterna 27 och 32.

11 — Dom av den 12 maj 2005 i mål C-287/03, kommissionen mot Belgien (REG 2005, s. I-3761), punkt 27, av den 14 april 2005 i mål C-341/02, kommissionen mot Tyskland (REG 2005, s. I-2733), punkt 35, av den 29 maj 2001 i mål C-263/99, kommissionen mot Italien (REG 2001, s. I-4195), punkt 27, av den 8 mars 2001 i mål C-68/99, kommissionen mot Tyskland (REG 2001, s. I-1865), punkt 38, av den 23 oktober 1997 i mål C-159/94, kommissionen mot Frankrike (REG 1997, s. I-5815), punkt 102, och av den 25 maj 1982 i mål 96/81, kommissionen mot Nederländerna (REG 1982, s. 1791), punkt 6.

12 — Dom av den 22 september 1988 i mål 272/86, kommissionen mot Grekland (REG 1988, s. 4875), punkt 21.

anges i artikel 159.1 b i aktiebolagslagen. När det gäller börsnoterade bolag är i princip kursvärdet avgörande såvida inte ett annat värde kan rättfärdigas.

50. Såsom kommissionen emellertid har fastställt föreskrivs ett viktigt undantag i artikel 159.1 c andra stycket i aktiebolagslagen för börsnoterade bolag, enligt vilket bolagsstämman kan besluta om nyemission till vilket pris som helst, under förutsättning att detta överstiger det relativa värdet i bolagets förmögenhet. Kommissionen har i detta sammanhang påpekat att värdet av en aktie kan vara betydligt lägre än dess kursvärde, som är ett värde från vilket själva aktiebolagslagen utgår och som motsvarar marknadsvärdet och därmed det ”rimliga värdet” på aktien. Kommissionen har av detta dragit slutsatsen att den spanska lagstiftaren har lämnat ett uttryckligt tillstånd så att bolagsstämman efter behag och under uteslutande av företrädesrätten ska kunna besluta om emission av nya aktier under marknadsvärdet och därmed under det värde som den spanska lagstiftaren betraktar som ”rimligt”.

51. Kommissionen anser att denna bestämmelse utgör en uppenbar diskriminering av de aktieägare som har förvärvat sina aktier till ett pris som motsvarar marknadsvärdet i förhållande till nya aktieägare som har förvärvat sina aktier till ett pris som understiger marknadsvärdet. Enligt kommissionen innebär detta en ekonomisk nackdel för de förstnämnda, eftersom värdet på deras aktier minskar eller utvattnas till följd av den ”nedsättning” som nya aktieägare beviljas.

52. I motsats till vad kommissionen har hävdat ska dock påpekas att bestämmelsen i artikel 159.1 c andra stycket i aktiebolagslagen, även om den vid första anblicken förefaller tveksam med hänsyn till skyddet för aktieägare, [13] inte står i strid med bestämmelserna i direktiv 77/91.

53. Såsom nämns ovan är syftet med direktiv 77/91 endast att garantera ett minimiskydd för aktieägare inom gemenskapen. Detta framgår dels av det normativa innehållet i dess rättsliga grund, dels av andra skälet

13 — Grechenig, K., *Spanisches Aktien- und GmbH-Recht – Das einstufige Verwaltungssystem in Beziehung zur Hauptversammlung und zu Gesellschafterrechten*, Wien 2005, s. 136, har visserligen betecknat bestämmelsen i artikel 159.1 c andra stycket i aktiebolagslagen som tveksam med hänsyn till skyddet för aktieägare och har i detta sammanhang hänvisat till förevarande talan om fördragsbrott mot Konungariket Spanien utan att emellertid dra slutsatsen att det föreligger en diskriminering av aktieägare.

i samma direktiv, enligt vilket det för att aktieägarna … skall kunna garanteras ett minimum av likvärdigt skydd [krävs att] de nationella bestämmelserna om att … öka … dess kapital [samordnas]. [14]

54. Det ska dessutom fastställas att direktiv 77/91 inte innehåller någon bestämmelse som innebär att en emission av nya aktier ska ske till ”marknadspris” eller till ett ”rimligt pris”. Detta är desto mer anmärkningsvärt som direktiv 77/91 för övrigt innehåller detaljerade bestämmelser bland annat vad gäller aktiebolagets organisation.

55. Den enda bestämmelse i direktivet som avser aktiernas pris vid nyemission och följaktligen är av viss betydelse för förevarande tvist är artikel 8, enligt vilken ”[a]ktierna [inte] får … ges ut mot vederlag som understiger det nominella beloppet eller, om sådant saknas, det bokförda parivärdet”. Såsom Förenade kungarikets regering med rätta har anfört tiger direktivet däremot när det gäller det pris till vilket de nya aktierna får erbjudas vid en kapitalökning.

56. Av artikel 29.4 i direktiv 77/91 framgår endast att direktionen eller styrelsen i sin skriftliga redogörelse till bolagsstämman ska ange ”grunderna för den föreslagna emissionskursen”. Artikel 29.4 i direktiv 77/91 överlåter följaktligen åt bolagsstämman [15] att fatta ett slutgiltigt beslut angående det emissionspris som ska fastställas, utan att uppställa ytterligare villkor.

57. Av bestämmelsen i artikel 159.1 c andra stycket i aktiebolagslagen framgår inte att den skulle innebära en diskriminering av aktieägare. Den princip om likabehandling som fastställs i artikel 42 i direktiv 77/91 motsvarar till sitt normativa innehåll ett förbud mot diskriminering som enligt fast rättspraxis

14 — Vásquez Albert, D. (ovan fotnot 7), s. 1714, har påpekat att medlemsstaternas rättsordningar i allmänhet innehåller strängare bestämmelser än gemenskapsrätten. Författaren anser att direktiv 77/91, som har karaktären av miniskyddsnorm, tillåter medlemsstaterna att anta strängare bestämmelser. Natterer, J., ”Bezugsrechtsausschluss und zweite gesellschaftsrechtliche Richtlinie”, *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, 1995, s. 1483, anser också att direktiv 77/91 utgör en miniskyddsnorm och har i detta sammanhang hänvisat till andra skälet.

15 — Enligt artikel 25.1 i direktiv 77/91 ska alla kapitalökningar beslutas av bolagsstämman.

kräver att lika situationer inte får behandlas olika och att olika situationer inte får behandlas lika, såvida det inte finns sakliga skäl för en sådan behandling. [16]

58. Kommissionen anser att artikel 159.1 c andra stycket i aktiebolagslagen inte säkerställer att gamla och nya aktieägare behandlas lika. Den har, med andra ord, i förevarande fall uppenbarligen utgått från att lika situationer behandlas olika. Det kan emellertid konstateras att kommissionen till stöd för den första grunden endast flyktigt [17] har åberopat att det föreligger en olikabehandling, medan tyngdpunkten i dess argumentation läggs på att visa de potentiellt negativa ekonomiska konsekvenser som en nyemission av aktier under marknadsvärdet medför för de gamla aktieägarna. [18] Den har därmed underlåtit att visa på vilket sätt tidigare aktieägare och de nya aktieägarna befinner sig i samma situation. Detta är inte minst viktigt, eftersom det enligt artikel 42 i direktiv 77/91 krävs att medlemsstaternas lagstiftning behandlar de aktieägare ”som befinner sig i samma ställning” lika. Kommissionen har därför underlåtit att göra en fördjupad prövning av om den första förutsättningen i likabehandlingsprincipen [19] är uppfylld. Detta har med rätta gjorts gällande av den spanska regeringen och Förenade kungarikets regering.

59. Under dessa omständigheter kvarstår det för kommissionen att visa på vilket sätt likabehandlingsprincipen, som fastställs i artikel 42 i direktiv 77/91, är tillämplig på förevarande fall. Ren kritik om att det föreligger en under vissa omständigheter i ekonomiskt hänseende negativ nationell bestämmelse, vilket kommissionen för övrigt inte har visat genom att åberopa konkreta omständigheter, kan inte ersätta bevisning om att lika situationer oberättigat har behandlats olika. Kommissionen har således inte uppfyllt sin bevisbörda.

60. Det är dessutom tveksamt om den likabehandlingsprincip som fastställs i artikel 42 i direktiv 77/91 på grund av dess oprecisa normativa innehåll [20] kan tillämpas på en så

16 — Dom av den 27 mars 1980 i de förenade målen 66/79, 127/79 och 128/79, Salumi m.fl. (REG 1980, s. 1237; svensk specialutgåva, volym 5, s. 163), punkt 14, av den 20 september 1988 i mål 203/86, Spanien mot rådet (REG 1988, s. 4563), punkt 25, av den 17 april 1997 i mål C-15/95, EARL de Kerlast (REG 1997, s. I-1961), punkt 35, av den 13 april 2000 i mål C-292/97, Karlsson m.fl. (REG 2000, s. I-2737), punkt 39, av den 6 mars 2003 i mål C-14/01, Niemann (REG 2003, s. I-2279), punkt 49 och av den 22 juni 2006 i mål C-182/03, Belgien mot kommissionen (REG 2006, s. I-5479), punkt 170.

17 — Se punkt 34 i repliken.

18 — Se punkt 23 i ansökan och punkterna 10 och 22 i repliken.

19 — Enligt Rossi, M., i Calliess/Ruffert (utgivare), *Kommentar zu EUV/EGV*, tredje upplagan, 2007, artikel 20, Grundrechtecharta, punkt 19, s. 2629, kännetecknas den allmänna likabehandlingsprincipen av en prövning i två eller tre steg. Det ska i det första steget fastställas om lika situationer har behandlats olika (eller om olika situationer har behandlats lika). Det ska i ett andra steg därefter prövas om denna skillnad i behandling (eller avsaknad av skillnad i behandling) möjligen kan rättfärdigas. Under vissa omständigheter äger en proportionalitetsprövning rum.

20 — Grechenig, K. (ovan fotnot 9), s. 581, har kritiserat det vaga normativa innehållet i likabehandlingsprincipen i artikel 42 i direktiv 77/91. Hefermehl, W./Bungeroth, E., *Aktiengesetz*, volym 1, München 1984, 53 a §, punkt 13, s. 14, har gjort gällande att denna bestämmelse är oklar. Grundmann, S., *Europäisches Gesellschaftsrecht*, Heidelberg 2004, punkt 325, s. 146, har vad gäller dogmatiken i denna klausul anfört att principen om likabehandling visserligen först och främst gäller för kapitalfrågor, men att den är allmänt formulerad. Det krävs följaktligen att den konkretiseras genom enskilda bestämmelser.

specifik situation som fastställande av emissionspriset för nya aktier vid en kapitalökning.

61. Härtill kommer att principen om likabehandling av aktieägare som har erkänts i flera medlemsstaters rättssystem enligt den förhärskande uppfattningen inte ska tolkas som en skyldighet för bolaget att behandla alla aktieägare lika, utan ska i stället tolkas på så sätt att en skillnad i behandling kräver att det finns tillräckligt sakliga skäl. [21] Kommissionens yrkande om att det inte ska tillåtas att emissionspriset för nya aktier fastställs till ett pris som understiger förvärvspriset på de aktier som tidigare aktieägare innehar innebär däremot att likabehandlingsprincipen ska genomföras strikt, vilket, såsom redan har framgått, i brist på klara rättsliga anvisningar varken krävs av direktivet eller motsvarar den samhälleliga verkligheten, särskilt som värdet och därmed även priset på aktierna i ett börsnoterat bolag alltid kommer att variera till följd av den växlande utvecklingen på aktiemarknaden.

62. Såsom den spanska regeringen och Förenade kungarikets regering mycket riktigt har påpekat medför denna omständighet att varje aktieägare, beroende på förvärvstidpunkten och börsnoteringen, har förvärvat sina aktier till olika priser. Det kommer följaktligen alltid att finnas aktieägare som antingen har förvärvat sina aktier till ett pris som är lägre eller högre än emissionspriset. Av det skälet kan det inte med framgång hävdas att samtliga aktieägare befinner sig i samma situation. Därutöver måste den omständigheten att priset på aktierna beror på flera ekonomiska faktorer, till exempel på den ekonomiska utvecklingen i ett visst bolag men även på världsekonomins tillstånd, beaktas. Det påverkas dessutom på ett avgörande sätt av utvecklingen på marknaden, det vill säga av utbud och efterfrågan. De skillnader som finns mellan de gamla och de nya aktieägarna vad gäller förvärvspriset innebär därför inte att det föreligger en diskriminering som kan tillskrivas bolaget, [22] utan skillnaderna beror på en för finansmarknaderna typisk utveckling.

21 — Hefermehl, W./Bungeroth, E. (ovan fotnot 20), 53 a §, punkterna 13 och 14, s. 14 har med avseende på ordalydelsen i 53 a § aktiebolagslagen (”under samma förutsättningar”), genom vilken artikel 42 i direktiv 77/91 har införlivats i tysk lagstiftning, hänvisat till att denna bestämmelse ger utrymme för sakliga skillnader i behandling. Därigenom kan en verklighetsfrämmande rigiditet av likabehandlingsprincipen undvikas. Författarna har därför tolkat denna bestämmelse som ett förbud mot godtycklig behandling. Se, för ett liknande resonemang, även Grundmann, S., (ovan fotnot 20), punkt 325, s. 146, Bujalka, E., *Der Schutz von Minderheitsaktionären bei Umstrukturierungen im deutschen und slowakischen Aktienrecht*, Frankfurt am Main 2006, s. 56, Castellano Ramírez, M.J., ”Aumento del capitale sociale”, *Armonie e disarmonie nel diritto comunitario delle società di capitali*, volym 1, Milano 2003, s. 837. Såsom Vásquez Albert, D., *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas* (utgiven av Ignacio Arroyo och José Miguel Embid), volym II, artikel 159, sidorna 1671 och 1672, har förklarat fastställs likabehandlingsprincipen inte uttryckligen i den spanska rättsordningen, utan denna princip har huvudsakligen utvecklats i doktrinen med utgångspunkt från de principer som kommer till uttryck i artikel 42 i direktiv 77/91. Enligt författaren kräver likabehandlingsprincipen inte att alla aktieägare behandlas lika. Den förbjuder endast godtyckliga eller diskriminerande skillnader i behandling men inte sakliga skillnader i behandlingen. Författaren anser att ett åsidosättande av likabehandlingsprincipen vid en kapitalökning bland annat skulle föreligga när en del av de nya aktierna endast skulle emitteras till en del av aktieägarna under uteslutande av övriga aktieägare och aktier.

22 — Detta skulle emellertid vara en förutsättning för att tillämpa den aktiebolagsrättsliga principen om likabehandling, eftersom denna i princip endast gäller för relationerna mellan aktiebolaget och dess aktieägare (se Hefermehl, W./Bungeroth, E. (ovan fotnot 20), 53 a §, punkt 19, s. 16).

63. Vad gäller den av kommissionen kritiserade möjligheten att även fastställa emissionspriset av nya aktier till ett pris som understiger marknadsvärdet ska det inledningsvis invändas att dess argumentation är ensidig, eftersom kommissionen av allt att döma har utgått från att en skillnad i behandling mellan gamla och nya aktieägare endast är tänkbar när det pris till vilket de tidigare aktieägarna har förvärvat sina aktier exakt motsvarade marknadsvärdet medan endast de nya aktieägarna drar fördel av ett avdrag. Kommissionen har däremot inte yttrat sig om huruvida likabehandlingsprincipen eventuellt är tillämplig på den möjliga varianten att tredje man förvärvar de nya aktierna till ett pris som till och med överstiger marknadsvärdet eller de gamla aktieägarna själva har förvärvat sina aktier till ett pris som understiger marknadsvärdet.

64. Det ska för övrigt beaktas att det inte endast enligt den omtvistade spanska bestämmelsen utan även enligt gällande bestämmelser i andra medlemsstater är tillåtet att eventuellt fastställa emissionspriset på nya aktier till ett pris som understiger marknadsvärdet, vilket kommissionen uttryckligen har erkänt i sin replik. [23] Detta gäller bland annat för rättsordningen i Tyskland, [24] Frankrike, [25] Italien, [26] Slovenien [27] och Förenade kungariket. [28]

65. Dessutom ska den argumentation som har gjorts gällande av såväl den spanska som den polska regeringen – att direktiv 77/91 och aktiebolagslagen innehåller garantier för att

23 — Se punkt 16 i repliken.

24 — Enligt 186 § tredje stycket fjärde meningen i aktiebolagslagen får emissionspriset inte betydligt understiga börspriset. Enligt 255 § första stycket i aktiebolagslagen kan talan om ogiltigförklaring väckas mot en ökning av aktiekapitalet genom tillskott i form av kontanter eller apportegendom. Enligt denna bestämmelse kan talan om ogiltigförklaring, när aktieägarnas företrädesrätt, helt eller delvis, har upphävts, även grunda sig på att det emissionsbelopp som framgår av beslutet om kapitalökning eller det minimibelopp under vilket de nya aktierna inte får emitteras är ”orimligt lågt”. Av detta kan slutsatsen dras att ett avdrag enligt den tyska lagstiftningen kan göras under stränga förutsättningar. Se, för ett liknande resonemang, Schlitt, M./Seiler, O., ”Aktuelle Rechtsfragen bei Bezugsrechtsemissionen”, *Wettbewerb in Recht und Praxis* [2003], häfte 45, s. 2176.

25 — I artikel 7 i dekret nr 2005-112 av den 10 februari 2005 om ändring av artikel 155-5 i dekret nr 67-236 av den 23 mars 1967 avseende handelsbolag och de värdepapper som utges av handelsbolag (*Décret n° 2005-112 du 10 février 2005 modifiant le décret n° 67-236 du 23 mars 1967 sur les sociétés commerciales et relatif aux valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales*, *Journal Officiel de la République Française* nr 36 av den 12 februari 2005, s. 2404, text nr 30) föreskrivs att emissionspriset åtminstone måste motsvara det genomsnittliga värdet från börsnoteringen under de sista tre börsmötena innan dess fastställande, eventuellt med beaktande av ett avdrag på högst 5 procent.

26 — I artikel 2441.6 i den italienska civillagen (*Codice Civile*) föreskrivs att emissionspriset måste beakta börsnoteringen under de senast sex månaderna.

27 — Enligt artikel 400.2 i den slovenska lagen om handelsbolag (*Zakon o gospodarskih družbah*) kan talan om ogiltigförklaring även grunda sig på att det emissionsbelopp eller det minimibelopp som framgår av beslutet om kapitalökning under vilket de nya aktierna inte får emitteras är ”orimligt lågt” (se Kocbek, M., *Veliki komentar Zakona o gospodarskih družbah / ZGD-1* [utgiven av Marijan Kocbek], volym 2, Ljubljana 2007, artikel 400, sidorna 738 och 739.

28 — Enligt ”Guidelines” från den så kallade ”Pre-emption Group” till vilken London Stock Exchange och olika börsnoterade bolag och banker hör är avdrag på 5 procent av marknadsvärdet i princip tillåtna. Mer omfattande avdrag är emellertid också tillåtna (se Myners, P., *Pre-emption rights on a public company's ability to raise new capital*, 8 februari 2005, s. 47, tillgänglig på webbplatsen http://www.berr.gov.uk/files/file28436.pdf). Dessa ”Guidelines” är visserligen inte rättsligt bindande, men de efterföljs för det mesta (se i detta avseende Gower and Davies, *The Principles of Modern Company Law*, sjunde upplagan, London 2003, s. 637).

förhindra att ett emissionspris som är betydligt lägre än marknadsvärdet fastställs – beaktas. Såsom angetts ovan ska detta beslut enligt direktiv 77/91 fattas av bolagsstämman. [29] Enligt artikel 29.4 i direktiv 77/91 ska direktionen eller styrelsen lämna bolagsstämman en skriftlig redogörelse som anger skälen för att begränsa eller upphäva företrädesrätten och grunderna för den föreslagna emissionskursen. Artikel 159 i aktiebolagslagen går emellertid längre än dessa gemenskapsrättsliga bestämmelser genom att det enligt denna dessutom krävs en redogörelse från en revisor som handelsregistret utsett för detta ändamål innehållande följande uppgifter: 1) En bedömning av om aktievärdet är rimligt, 2) en bedömning av värdet av den företrädesrätt som upphävts och 3) en granskning av om uppgifterna i förvaltarens yttrande är rimliga.

66. I motsats till vad kommissionen har hävdat ankommer det inte endast på bolagsstämman att besluta om företrädesrätten ska upphävas och om typen av emission. Liksom skyldigheten att lämna in redogörelser enligt artikel 29.4 i direktiv 77/91 syftar den kompletterande, genom den nationella lagstiftningen införda, skyldigheten att lämna in redogörelser nämligen till att i aktieägarnas och borgenärernas intresse säkerställa att det finns sakliga skäl för beslutet. [30] Bolagsstämman ska därför oberoende av frågan huruvida redogörelserna är rättsligt bindande eller inte nödvändigtvis i aktieägarnas intresse fatta detta beslut på grundval av de redogörelser som lämnats in. De stränga kraven för emission av nya aktier [31] enligt artikel 159 i aktiebolagslagen syftar följaktligen till att skydda aktieägarna och kan därför inte betraktas som rena förfaranderegler. [32] De ska i stället betraktas som kompletterande garantier för att undvika att ett orimligt lågt emissionspris fastställs.

29 — Se punkt 56 i detta förslag till avgörande.

30 — Se även Bagel, F., *Der Ausschluss des Bezugsrechts in Europa*, Köln 1999, s. 352, som anser att artikel 29.4 i direktiv 77/91 genom att införa en skyldighet att lämna in redogörelser förutsätter att det finns sakliga skäl för bolagsstämmans beslut.

31 — Enligt min mening är dessa bestämmelser förenliga med gemenskapsrätten, eftersom de föreskriver strängare villkor för att skydda aktieägarnas företrädesrätt. Detta är enligt domstolens rättspraxis ett krav i direktiv 77/91 för att medlemsstaterna ska kunna anta strängare bestämmelser. Detta framgår av domen i målet Siemens mot Nold (ovan fotnot 8), punkt 22. Föremålet för förfarandet var en begäran om förhandsavgörande från tyska Bundesgerichtshof, genom vilken denna begärde att domstolen skulle besvara frågan huruvida dess tidigare rättspraxis avseende upphävande av företrädesrätten var förenlig med gemenskapsrätten. Bundesgerichtshof hade sedan 1978, det vill säga efter det att direktiv 77/91 hade trätt i kraft, krävt att det skulle göras en avvägning mellan minoritetens och majoritetens intresse och uppställt kravet att beslutet om att upphäva företrädesrätten måste vara nödvändigt och proportionerligt. Domstolen besvarade denna fråga jakande med hänvisning till att denna rättspraxis var förenlig med skyddsmålsättningarna i direktivet.

32 — Se, för ett liknande resonemang, även Grechenig, K. (ovan fotnot 13), sidorna 135–137, som anser att bestämmelserna i artikel 159 i aktiebolagslagen i samband med upphävandet av företrädesrätten, bolagets skyldighet gentemot bolagsstämman att lämna redogörelser och fastställandet av emissionspriset syftar till att skydda aktieägarna. Bagel, F. (ovan fotnot 29), s. 353, har påpekat att medlemsstaterna har uppställt ytterligare formella och materiella villkor för att upphäva företrädesrätten i förhållande till dem som anges i artikel 29.4 i direktiv 77/91. Enligt hennes uppfattning strider de hårdare kraven vad gäller skyldigheten att lämna in redogörelser och de kompletterande redogörelserna emellertid inte mot direktivet, utan ger ett starkare skydd för aktieägare och även borgenärer. Detta överensstämmer med den uppfattning som företräds i Henze, H., "Das Richtlinienrecht und der Schutz der Minderheitsgesellschaftern und Gläubiger im deutschen Aktienrecht – verdeckte Sacheinlage, Bezugsrecht und Verschmelzungsbericht", *Systembildung und Systemlücken in Kerngebieten des europäischen Privatrechts*, 2000, s. 249, enligt vilken innehållet i artikel 29.4 i direktiv 77/91 inte uteslutande reglerar formella aspekter, utan reglerar styrelsens skyldighet att lämna bolagsstämman en redogörelse som anger skälen för att upphäva företrädesrätten vid ökning av kapitalet genom tillskott i form av pengar och grunderna för det föreslagna emissionsbeloppet även beaktar materiella omständigheter som syftar till att skydda minoritetsdelägarna.

67. Med beaktande av vad ovan anförts är det emellertid svårt att förstå på vilket sätt artikel 159 i aktiebolagslagen kan stå i strid med artikel 42 jämförd med artikel 29.1 och 29.4 i direktiv 77/91.

68. Härav följer att talan inte kan bifallas såvitt avser den första grunden.

2. Den andra grunden

69. Genom sin andra grund har kommissionen gjort gällande att artikel 29.1 i direktiv 77/91 har åsidosatts, eftersom den företrädesrätt att teckna aktier vid ökning av kapitalet genom tillskott i form av pengar som föreskrivs i artikel 158.1 i aktiebolagslagen enligt Konungariket Spanien inte bara gäller för aktieägarna utan även för innehavare av konvertibla skuldebrev.

70. Kommissionen har rätt i att det i den mån som artikel 158.1 i aktiebolagslagen till skillnad från artikel 29.1 i direktiv 77/91, som endast tar hänsyn till aktieägare, [33] även tillerkänner innehavare av konvertibla skuldebrev en företrädesrätt, föreligger en motsättning i förhållande till direktivbestämmelsen åtminstone enligt ordalydelsen, [34] vilket talar för att gemenskapsrätten har åsidosatts.

71. Den spanska regeringen har visserligen erkänt att ordalydelsen innehåller en motsägelse, [35] men har genmält att det i artikel 29.1 i direktiv 77/91 talas om att nya aktier ”med företrädesrätt” och inte ”uteslutande” ska erbjudas aktieägarna. Den spanska regeringen har dessutom motsatt sig en bokstavstolkning och i stället förespråkat en tolkning utifrån ändamålet med direktiv 77/91 och aktieägarnas intressen, som även inbegriper innehavare av konvertibla skuldebrev i kretsen behöriga enligt artikel 29.1 i direktiv 77/91.

33 — Det kan i komparativrättsligt hänseende fastställas att artikel 29.1 i direktiv 77/91 i Tyskland har införlivats genom 186 § och 221 § fjärde stycket i aktiebolagslagen av den 6 september 1965 (BGBl I s. 1089, senast ändrad genom artikel 11 i lagen av den 16 juli 2007 [BGBl I s. 1330]) och i Österrike genom 153 § och 174 § i förbundslagen av den 31 mars 1965 om aktiebolag (BGBl nr 98/1965, senast ändrad genom BGBl I nr 42/2001). Enligt dessa bestämmelser har endast aktieägare en företrädesrätt till nya aktier och konvertibla skuldebrev.

34 — Vásquez Albert, D. (ovan fotnot 7), s. 1698, Pisani Massamormile, A. (ovan fotnot 9), s. 714, och Castellano Ramírez, M.J. (ovan fotnot 21), s. 825 och s. 829, har med rätta fastställt att artikel 29.1 i direktiv 77/91 till skillnad från artikel 158.1 i aktiebolagslagen inte ger innehavare av konvertibla skuldebrev någon företrädesrätt. Castellano Ramírez har förklarat att utvidgningen av denna rätt till att omfatta innehavare av konvertibla skuldebrev var den spanska lagstiftarens beslut som inte hade antagits för att införliva direktiv 77/91.

35 — Se punkt 39 i svaromålet.

72. Enligt min mening står en sådan tolkning som den som den spanska regeringen har föreslagit inte endast i strid med den klara ordalydelsen i artikel 29.1 i direktiv 77/91. Den kan inte heller grundas på en systematisk eller teleologisk tolkning av denna bestämmelse.

73. I artikel 29.1 i direktiv 77/91 föreskrivs klart att aktierna vid varje ökning av det tecknade kapitalet ska erbjudas aktieägarna med företrädesrätt ”i förhållande till den andel av kapitalet som deras aktier representerar”. Såsom kommissionen med rätta har anfört hör emellertid konvertibla skuldebrev inte till det tecknade kapitalet i bolaget. Därav framgår att en proportionell emission av aktier till innehavare av konvertibla skuldebrev inte är möjlig.

74. I motsats till vad den spanska regeringen har hävdat kan begreppet ”aktieägare” i den mening som avses i artikel 29.1 i direktiv 77/91 inte heller förstås på så sätt att det även omfattar innehavare av konvertibla skuldebrev. Av en jämförelse mellan artikel 29.1 och 29.6 i direktiv 77/91 framgår i stället att gemenskapslagstiftaren vid regleringen av aktieägarnas företrädesrätt var medveten om förekomsten av konvertibla skuldebrev och liknande värdepapper, särskilt som det i artikel 29.6 i direktiv 77/91 talas om ”värdepapper som kan bytas ut mot aktier”. Bestämmelsen skulle vara överflödig om även innehavare av konvertibla skuldebrev betraktades som aktieägare.

75. Som den spanska regeringen med rätta har fastställt talas det i artikel 29.1 i direktiv 77/91 inte om att nya aktier ”uteslutande” ska erbjudas aktieägarna. Detta är inte heller syftet och ändamålet med den nu omtvistade företrädesrätten för aktieägarna. Den spanska regeringens argumentation kan följaktligen inte godtas. Det är snarare fråga om tillerkännande av en rättslig ställning genom lag, [36] som vid en kapitalökning gör det möjligt för aktieägarna att med företräde förvärva de nyemitterade aktierna. Direktivet ålägger den spanska lagstiftaren att vid införlivandet i den nationella lagstiftningen skapa de rättsliga förutsättningarna så att detta företräde kommer till uttryck. Detta motsvarar dess skyldighet att säkerställa direktivens ändamålsenliga verkan med hänsyn till deras syfte. [37] Dessa lagstadgade villkor är följaktligen inte uppfyllda när innehavare av konvertibla skuldebrev kan göra anspråk på aktieägarnas företrädesrätt utan att aktieägarnas rättighet som uttryckligen skyddas i direktivet ges företräde. [38]

36 — Enligt Natterer, J. (ovan fotnot 8), s. 68, kräver företrädesrätten däremot inte något föreläggande. Företrädesrätten är ur ett rättsteoretiskt perspektiv snarare en naturlig rättighet som innehas av en medlem i en på kapital baserad juridisk person.

37 — Enligt fast rättspraxis ska införlivandet av ett direktiv säkerställa att direktivet kommer att tillämpas fullt ut (se, för ett liknande resonemang, bland annat dom av den 9 september 1999 i mål C-217/97, kommissionen mot Tyskland, REG 1999, s. I-5087, punkt 31, av den 16 november 2000 i mål C-214/98, kommissionen mot Grekland, REG 2000, s. I-9601, punkt 49, och av den 11 juli 2002 i mål C-62/00, Marks & Spencer, REG 2002, s. I-6325, punkt 26).

38 — Se, för en jämförelse, rättsläget i Tyskland och Österrike. Innehavare av konvertibla skuldebrev kan enligt artikel 187 i den tyska och artikel 154 i den österrikiska aktiebolagslagen visserligen garanteras rätten att erhålla nya aktier, men endast med förbehåll för aktieägarnas företrädesrätt. Denna bestämmelse bidrar till att säkerställa att aktieägarnas företrädesrätt inte kränks.

76. Artikel 158.1 i aktiebolagslagen strider mot syftet med artikel 29.1 i direktiv 77/91 att säkerställa aktieägarnas företrädesrätt. Såsom nämns ovan är syftet med denna rättighet att skydda aktieägaren mot att dess andel i aktiekapitalet utvattnas. [39] Detta syfte omintetgörs emellertid om även innehavare av konvertibla skuldebrev erhåller en företrädesrätt och därmed vid en emission av nya aktier inom ramen för en ökning av bolagskapitalet konkurrerar med aktieägarna. [40]

77. Genom att utöva denna rättighet kan de nämligen erhålla en andel i aktiekapitalet utan att först behöva byta ut sina konvertibla skuldebrev mot aktier. Som en följd härav riskerar aktieägare att deras andel utvattnas till förmån för innehavare av konvertibla skuldebrev trots att de sistnämnda under vissa omständigheter inte uppfyller de villkor som bolagsstämman uppställer för ett utbyte av deras konvertibla skuldebrev. Risken för en minskning av andelen och därmed en försämring av aktieägarnas ställning föreligger i än större utsträckning när innehavare av konvertibla skuldebrev uppfyller villkoren för ett utbyte till aktier, särskilt som dessa då har två olika möjligheter att förvärva andelar i bolaget. Detta skulle innebära att innehavare av konvertibla skuldebrev fick en bättre behandling på aktieägarnas bekostnad. [41]

78. Av det ovanstående följer att artikel 158.1 i aktiebolagslagen utgör ett åsidosättande av såväl ordalydelsen som syftet och ändamålet med artikel 29.1 i direktiv 77/91, eftersom företrädesrätten att teckna aktier vid ökning av kapitalet genom tillskott i form av pengar inte bara gäller för aktieägarna utan även för innehavare av konvertibla skuldebrev.

79. Den andra grunden kan således godtas.

3. Den tredje grunden

80. Genom sin tredje grund har kommissionen gjort gällande att artikel 29.6 jämförd med artikel 29.1 i direktiv 77/91 har åsido-

39 — Se punkt 45 i detta förslag till avgörande.

40 — Enligt Grechenig, K. (ovan fotnot 9), punkt 4, s. 583, begränsas aktieägarnas företrädesrätt påtagligt när andra investerare förfogar över motsvarande rättigheter. Castellano Ramírez, M. J. (ovan fotnot 21), s. 829, fotnot 135, anser att aktieägarna under vissa omständigheter förfördelas när deras möjligheter att förvärva nya aktier minskar på grund av konkurrensen med innehavare av konvertibla skuldebrev. Hon hänvisar till den kritik som anförts mot denna bestämmelse i spansk doktrin.

41 — Alonso Espinosa, F.J., *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas* (utgiven av Ignacio Arroyo och José Miguel Embid), volym III, artiklarna 292, 293 och 294, s. 2815 har också hänvisat till risken för att innehavare av konvertibla skuldebrev kommer i åtnjutande av en alltför förmånlig behandling till aktieägarnas nackdel.

satts, eftersom företrädesrätt till konvertibla skuldebrev enligt Konungariket Spanien inte bara gäller för aktieägare utan också för innehavare av konvertibla skuldebrev som avser tidigare emissioner.

81. Som redan konstaterats gäller företrädesrätten att teckna aktier enligt artikel 29.1 i ovannämnda direktiv endast för aktieägare. Av artikel 29.6 i direktiv 77/91 framgår vidare att punkterna 1–5 tillämpas vid emission av alla värdepapper som kan bytas ut mot aktier. Hänvisningen till artikel 29.1 ska förstås på så sätt att direktiv 77/91 endast ger aktieägare en företrädesrätt att teckna konvertibla skuldebrev. [42]

82. I artikel 293.2 i aktiebolagslagen föreskrivs däremot att samma rätt även gäller för innehavare av konvertibla skuldebrev från tidigare emissioner. Det ska i enlighet härmed även här konstateras att den nationella lagstiftningen går utöver vad som föreskrivs i direktiv 77/91. Den omständigheten att det regelverk som fastställs i gemenskapsrätten överskrids utgör i vart fall ett åsidosättande av direktiv 77/91, eftersom detta sker på aktieägarnas bekostnad.

83. I enlighet med den situation som beskrivits inom ramen för den andra grunden föreligger nämligen även med avseende på förvärvet av konvertibla skuldebrev ett konkurrensförhållande mellan aktieägarna och innehavarna av konvertibla skuldebrev från tidigare emissioner. Min argumentation avseende den andra grunden gäller således i tillämpliga delar även beträffande den tredje grunden.

84. Den tredje grunden kan således godtas.

4. Den fjärde grunden

85. Genom sin fjärde grund har kommissionen gjort gällande att artikel 29.6 jämförd med artikel 29.4 i direktiv 77/91 har åsidosatts, eftersom det i aktiebolagslagen inte föreskrivs att bolagsstämman får besluta att upphäva företrädesrätten till konvertibla skuldebrev.

86. I artikel 29.4 i direktiv 77/91 föreskrivs att bolagsstämman enligt de villkor som fastställs kan upphäva aktieägarnas företrädesrätt genom ett beslut. Enligt artikel 29.6 i direktiv 77/91 gäller denna bestämmelse även för aktieägarnas företrädesrätt vid emission av värdepapper som kan bytas ut mot aktier.

42 — Se, för ett liknande resonemang, även Vásquez Albert, D. (ovan fotnot 7), s. 1698.

87. Vad gäller införlivandet av ovannämnda gemenskapsrättsliga bestämmelser i den spanska lagstiftningen kan det konstateras att det i artikel 159 i aktiebolagslagen uttryckligen föreskrivs att bolagsstämman har rätt att besluta om att upphäva företrädesrätten. Däremot har bolagsstämman enligt artikel 293 i aktiebolagslagen, som ger aktieägarna i bolaget företrädesrätt att teckna konvertibla skuldebrev, inte samma rätt att upphäva företrädesrätten i detta sammanhang. Medan nämligen bestämmelserna i artikel 158 i aktiebolagslagen enligt artikel 293.3 i samma lag är tillämpliga på företrädesrätten att teckna konvertibla skuldebrev utsträcker sig denna hänvisning emellertid inte till att omfatta artikel 159 i aktiebolagslagen. Mot den bakgrunden har kommissionen rätt i att den spanska aktiebolagslagen som är en införlivandeåtgärd åtminstone vad gäller ordalydelsen avviker från direktivbestämmelserna.

88. Den spanska regeringens argumentation att det krävs en systematisk tolkning av bestämmelserna i aktiebolagslagen för att dra slutsatsen att det i den spanska aktiebolagslagstiftningen föreskrivs att företrädesrätten att teckna konvertibla skuldebrev kan upphävas kan inte heller vederlägga denna slutsats. Den spanska regeringen har inte ens förklarat varför artikel 293.3 i aktiebolagslagen inte direkt hänvisar till den centrala bestämmelsen i artikel 159 i aktiebolagslagen avseende upphävande av företrädesrätten, vilket snarare skulle tala för dess tolkning.

89. Jag är medveten om att inte endast bestämmelsens ordalydelse är avgörande vid undersökningen av frågan huruvida en nationell bestämmelse står i strid med gemenskapsrätten utan att därutöver även den nationella domstolens tolkning av denna bestämmelse måste beaktas. [43] Genom att den återger den tolkning av lagen som är bindande för enskilda är den rättspraxis som har utvecklats i en medlemsstat avgörande för bedömningen av om den nationella lagstiftningen har införlivats och tolkats i enlighet med gemenskapsrätten. Den spanska regeringen har emellertid inte lämnat någon uppgift av vilken det framgår att aktiebolagslagen har tolkats i enlighet med gemenskapsrätten i Högsta domstolen och inom den förhärskande doktrinen. [44] Den har i stället åberopat sin tolkning av lagen utan att helt undanröja kvarstående tvivel vad gäller det korrekta införlivandet av direktivet. Dess argumentation kan enligt de processuella

43 — Lenaerts, K./Arts, D./Maselis, I., *Procedural Law of the European Union*, andra upplagan, London 2006, punkt 5-056, s. 162, har påpekat att räckvidden av nationella lagar, förordningar eller administrativa bestämmelser måste bedömas mot bakgrund av de nationella domstolarnas tolkning. Frågan huruvida den nationella lagstiftningen hade tolkats i överensstämmelse med gemenskapsrätten var såsom angetts ovan i fotnot 31 i detta förslag till avgörande föremål för en begäran om förhandsavgörande från Bundesgerichtshof i mål C-42/95, Siemens mot Nold.

44 — Vissa spanska författare förefaller i själva verket ha ansett att företrädesrätten att teckna konvertibla skuldebrev inte kunde upphävas på grund av att artikel 293.3 i aktiebolagslagen inte innehöll någon hänvisning till artikel 159 (se till exempel Vicent Chulia, F., *Compendio crítico de derecho mercantil*, tredje upplagan, Barcelona 1991, s. 800). Numera ansluter sig uppenbarligen majoriteten i den spanska doktrinen till en systematisk och teleologisk tolkning av denna bestämmelse eller åtminstone för en analog tillämpning av artikel 159 i aktiebolagslagen vad gäller den företrädesrätt som innehavare av konvertibla skuldebrev har (se Alonso Espinosa, F.J. (ovan fotnot 40), artikel 293, sidorna 2818 och 2819, Grechenig, K. (ovan fotnot 9), nr 4, s. 584). För att kunna göra en analogisk tillämpning krävs emellertid att det föreligger en oförutsedd lucka i lagstiftningen. Kommissionen har genom sin talan emellertid just gjort gällande att det föreligger en lucka i lagstiftningen.

bestämmelserna om bevisbördan därför anses vara tillräckligt underbyggd.

90. Oaktat detta delar jag kommissionens uppfattning att de ovannämnda nationella regleringarna i medlemsstaterna i vart fall inte uppfyller minimikraven på tillräcklig precision och klarhet och följaktligen inte uppfyller kraven på rättssäkerhet och tydlighet.

91. Visserligen förutsätter införlivandet med nationell rätt av ett direktiv inte nödvändigtvis att dess bestämmelser återges formellt och ordagrant i en uttrycklig och specifik lagregel. [45] Enligt fast rättspraxis ska medlemsstaterna för att garantera att gemenskapsrätten tillämpas fullt ut emellertid inte bara se till att den nationella lagstiftningen står i överensstämmelse med gemenskapsrätten, utan därutöver anta rättsregler som kan skapa en situation som är tillräckligt precis, klar och öppen för att enskilda ska kunna få full kännedom om sina rättigheter och göra dem gällande vid de nationella domstolarna. [46] Genom att det av artikel 293.3 i aktiebolagslagen inte klart kan utläsas att bolagsstämman kan besluta om att upphäva företrädesrätten att teckna konvertibla skuldebrev har den spanska lagstiftaren inte införlivat artikel 29.6 jämförd med artikel 29.4 i direktiv 77/91 på ett korrekt sätt.

92. Följaktligen kan även denna grund godtas.

VII — Rättegångskostnader

93. Enligt artikel 69.2 i rättegångsreglerna ska tappande part förpliktas att ersätta rättegångs-
kostnaderna. Eftersom Konungariket Spanien i väsentliga delar har tappat målet, ska det förpliktas att ersätta rättegångskostnaderna.

45 — Dom av den 15 mars 1990 i mål C-339/87, kommissionen mot Nederländerna (REG 1990, s. I-851), punkt 25, av den 28 februari 1991 i mål C-131/88, kommissionen mot Tyskland (REG 1991, s. I-825), punkt 8, och av den 30 maj 1991 i mål C-59/89, kommissionen mot Tyskland (REG 1991, s. I-2607), punkt 18.

46 — Se, för ett liknande resonemang, med avseende på direktiven, dom av den 28 februari 1991 i mål C-360/87, kommissionen mot Italien (REG 1991, s. I-791), punkt 12, och av den 15 juni 1995 i mål C-220/94, kommissionen mot Luxemburg (REG 1995, s. I-1589), punkt 10. Se vidare dom av den 18 januari 2001 i mål C-162/99, kommissionen mot Italien (REG 2001, s. I-541), punkterna 22–25, och av den 6 mars 2003 i mål C-478/01, kommissionen mot Luxemburg (REG 2003, s. I-2351), punkt 20.

VIII — Förslag till avgörande

94. Mot bakgrund av vad som anförts ovan föreslår jag att domstolen

— fastställer att Konungariket Spanien har underlåtit att uppfylla sina skyldigheter enligt direktiv 77/91 genom att inte korrekt införliva direktivet, i synnerhet vad gäller

a) artikel 29.1 i direktivet, eftersom företrädesrätten att teckna aktier vid ökning av kapitalet genom tillskott i form av pengar enligt Konungariket Spanien inte bara gäller för aktieägarna utan även för innehavare av konvertibla skuldebrev,

b) artikel 29.6 jämförd med artikel 29.1 i direktivet, eftersom företrädesrätt till konvertibla skuldebrev enligt Konungariket Spanien inte bara gäller för aktieägare utan också för innehavare av konvertibla skuldebrev som avser tidigare emissioner,

c) artikel 29.6 jämförd med artikel 29.4 i direktivet, eftersom det inte föreskrivs att bolagsstämman får besluta att utesluta företrädesrätten till konvertibla skuldebrev,

— ogillar talan i övrigt, och

— förpliktar Konungariket Spanien att ersätta rättegångskostnaderna.