# OPINIA RZECZNIKA GENERALNEGO
# VERICY TRSTENJAK
przedstawiona w dniu 4 września 2008 r. [1]

## I — Wprowadzenie

1. U podstaw niniejszej sprawy leży skarga wytoczona przez Komisję na podstawie art. 226 WE, w której żąda ona stwierdzenia przez Trybunał Sprawiedliwości, że Królestwo Hiszpanii uchybiło zobowiązaniom ciążącym na nim na mocy art. 29 i 42 dyrektywy Rady 77/91/EWG z dnia 13 grudnia 1976 r. [2] (zwanej dalej „dyrektywą 77/91"), nie dokonując prawidłowej transpozycji wymienionych przepisów dyrektywy do swojego krajowego porządku prawnego.

2. Skarga dotyczy różnych aspektów prawa pierwszeństwa akcjonariuszy do objęcia akcji w związku z podwyższeniem kapitału spółek przez wniesienie wkładów pieniężnych, a przede wszystkim prawnych warunków wyłączenia prawa pierwszeństwa, zgodności z prawem wspólnotowym uregulowania krajowego przyznającego takie prawo również posiadaczom obligacji zamiennych na akcje [3], jak również określonych przez prawo wspólnotowe warunków, których należy przestrzegać przy ustalaniu ceny emisyjnej nowych akcji.

## II — Ramy prawne

### A — *Prawo wspólnotowe*

3. Podstawą prawną dyrektywy 77/91 jest art. 44 ust. 2 lit. g) traktatu WE, zgodnie

1 — Język oryginału: niemiecki.

2 — Druga dyrektywa Rady 77/91/EWG z dnia 13 grudnia 1976 r. w sprawie koordynacji gwarancji, jakie są wymagane w państwach członkowskich od spółek w rozumieniu art. 58 akapit drugi traktatu, w celu uzyskania ich równoważności, dla ochrony interesów zarówno wspólników, jak i osób trzecich w zakresie tworzenia spółki akcyjnej, jak również utrzymania i zmian jej kapitału (Dz.U. L 26, s. 1).

3 — Obligacje zamienne na akcje są to obligacje, w przypadku których wierzycielowi obok roszczenia o wykup jako szczególny przywilej zostaje przyznane uprawnienie do zamiany obligacji na akcje lub do objęcia nowych akcji (zob. Nagele, *Kommentar zum Aktiengesetz* [red. Peter Jabornegg/Rudolf Strasser], 4. Auflage, Wien 2002, III. Teil [§§ 145-273 AktG], pkt 5, s. 5; K.N. Peifer, *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, 2. Auflage, 2005, § 186 AktG, pkt 33; U. Hüffer, *Aktiengesetz*, 8. Auflage, Band 53, § 160 AktG, pkt 12; B. Holland, Die Bedienung von Wandelanleihen aus genehmigtem Kapital, *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht*, 2006, zeszyt 23, s. 892; M. Kocbek, *Veliki komentar Zakona o gospodarskih družbah / ZGD-1* [red. Marijan Kocbek], 2. Band, Ljubljana 2007, art. 371, s. 664 i nast.). Z finansowego punktu widzenia obligacje zamienne na akcje stanowią hybrydalne papiery wartościowe, ponieważ w pierwszej kolejności zapewniają jako obligacje dochód stały, a w przypadku ich zamiany — zmienny. (zob. A.J. Tapia Hermida, Obligaciones convertibles, *Diccionario de Derecho de Sociedades* [red. Carmen Alonso Ledesma], Madrid 2006, s. 820 i nast.).

z którym Rada i Komisja koordynują, w celu zapewnienia ich równoważności, zabezpieczenia wymagane w państwach członkowskich od spółek dla ochrony interesów wspólników i osób trzecich.

4. Motywy drugi i piąty dyrektywy 77/91 mają następujące brzmienie:

„Dla zapewnienia równoważnej ochrony minimalnej, zarówno dla akcjonariuszy jak i dla wierzycieli tych spółek, koordynacja przepisów prawa krajowego dotyczących utworzenia, jak również utrzymania, podwyższenia i obniżenia ich kapitału jest szczególnie istotna.

[…]

Uwzględniając cele, określone w art. [44 ust. 2 lit. g WE], niezbędne jest, aby prawo państw członkowskich dotyczące podwyższania i obniżania kapitału zapewniało przestrzeganie i zharmonizowanie zasad równego traktowania akcjonariuszy mających tę samą pozycję oraz zapewniało ochronę wierzycieli, których roszczenia powstały przed podjęciem decyzji o obniżeniu kapitału”.

5. Artykuł 29 dyrektywy 77/91 stanowi, co następuje:

„1. W każdym przypadku, gdy podwyższanie kapitału subskrybowanego następuje przez wniesienie wkładów pieniężnych, akcje powinny być oferowane z zachowaniem pierwszeństwa akcjonariuszy proporcjonalnie do wysokości kapitału reprezentowanego przez ich akcje.

[…]

4. Prawo pierwokupu [pierwszeństwa] nie może być ograniczone ani zniesione [wyłączone] przez statut albo akt założycielski. Jednakże może być zniesione [wyłączone] albo ograniczone decyzją walnego zgromadzenia. Zarząd lub organ administrujący jest zobowiązany do przedstawienia na tym walnym zgromadzeniu pisemnego sprawozdania wskazującego powody ograniczenia lub zniesienia [wyłączenia] prawa pierwokupu [pierwszeństwa] i uzasadniającego proponowaną cenę emisji [emisyjną]. Walne zgromadzenie obraduje przy zachowaniu kworum i według większości ustalonej w art. 40. […]

[…]

6. Ustępy 1–5 stosuje się do emisji wszystkich papierów wartościowych zamiennych na

akcje lub inkorporujących prawo do objęcia akcji, ale nie do zamiany tych papierów i wykonywania prawa objęcia".

6. Artykuł 42 dyrektywy 77/91 stanowi, co następuje:

„W celu stosowania niniejszej dyrektywy państwa członkowskie zagwarantują równe traktowanie akcjonariuszy znajdujących się w takiej samej sytuacji".

„W przypadku podwyższenia kapitału zakładowego w drodze emisji nowych akcji zwykłych lub uprzywilejowanych akcjonariusze i posiadacze obligacji zamiennych na akcje mogą, w terminie wyznaczonym im przez organ administrujący spółki, który w przypadku spółek notowanych na giełdzie nie może być krótszy niż piętnaście dni, a w pozostałych przypadkach nie krótszy niż miesiąc od chwili ogłoszenia oferty subskrypcji dla nowej emisji w *Boletín Oficial del Registro Mercantil* [urzędowym biuletynie rejestru handlowego], wykonać swe prawo do objęcia części [akcji] proporcjonalnej do wartości nominalnej akcji, które już posiadają, lub do tych akcji, które odpowiadają wartości ich obligacji zamiennych na akcje bądź wykonać w tym momencie swe prawo do zamiany [na akcje obligacji zamiennych na akcje]".

B — *Uregulowania krajowe*

9. Artykuł 159 LSA reguluje wyłączenie prawa pierwszeństwa do objęcia akcji przewidziane w art. 158 LSA:

7. Transpozycji dyrektywy 77/91 do prawa hiszpańskiego dokonują art. 158 i 159 Real Decreto Legislativo (królewskiego dekretu ustawodawczego) 1564/1989 z dnia 22 grudnia 1989 r., który ujednolica Ley de Sociedades Anónimas (ustawę o spółkach akcyjnych, zwaną dalej „LSA").

„1. Jeżeli wymaga tego interes spółki, walne zgromadzenie może przy podejmowaniu decyzji o podwyższeniu kapitału postanowić o pełnym lub częściowym wyłączeniu prawa pierwszeństwa. Dla ważności tej uchwały, która musi uwzględnić przepisy art. 144, bezwzględnie konieczne jest spełnienie następujących warunków:

8. Artykuł 158 ust. 1 LSA przewiduje prawo pierwszeństwa do objęcia akcji w związku z podwyższeniem kapitału spółek akcyjnych w drodze emisji nowych akcji:

a) w zawiadomieniu o zwołaniu zgromadzenia należy wskazać propozycję wyłą-

czenia prawa pierwszeństwa i rodzaj akcji nowej emisji;

b) w momencie zwołania zgromadzenia akcjonariuszom należy udostępnić zgodnie z art. 144 ust. 1 lit. c) opracowane przez zarząd sprawozdanie, w której szczegółowo uzasadniają oni propozycję i rodzaj [akcji] nowej emisji ze wskazaniem osób, na które mają one być przeniesione, jak również sprawozdanie sporządzone przez i na odpowiedzialność biegłego rewidenta innego niż biegły rewident spółki, powołanego w tym celu przez urząd prowadzący rejestr handlowy, sprawozdanie dotyczące stosownej wartości akcji spółki, teoretycznej wartości praw pierwszeństwa, których wyłączenie jest proponowane i prawidłowości danych zawartych w sprawozdaniu zarządu;

c) wartość nominalna akcji podlegających emisji, w odpowiednim przypadku powiększona o nadwyżkę emisyjną, powinna odpowiadać stosownej wartości wynikającej ze sprawozdania biegłych rewidentów. W przypadku spółki notowanej na giełdzie za stosowną wartość akcji spółki uznaje się wartość rynkową podlegającą ustaleniu na podstawie notowań giełdowych, przy czym ta wartość powinna być brana pod uwagę, chyba że zostanie przedstawiony dowód przeciwny.

W drodze odstępstwa od powyższego, w przypadku spółek notowanych na giełdzie, zgromadzenie akcjonariuszy może, o ile dysponuje ono sprawozdaniem zarządu i sprawozdaniem biegłych rewidentów wymaganymi na podstawie ust. b), które muszą wskazywać wartość majątkową netto akcji, postanowić o emisji nowych akcji po dowolnej cenie, jednakże tylko wtedy, gdy cena ta jest wyższa niż odpowiadająca jej i wynikająca ze sprawozdania biegłego rewidenta wartość majątkowa netto, przy czym zgromadzenie akcjonariuszy może ograniczyć się do procedury dotyczącej jej określenia.

[…]".

10. Artykuł 293 LSA reguluje prawo pierwszeństwa do subskrypcji obligacji zamiennych na akcje:

„1. Akcjonariusze spółki mają prawo pierwszeństwa do subskrypcji obligacji zamiennych na akcje.

2. To samo prawo przysługuje posiadaczom obligacji zamiennych na akcje wcześniejszych emisji w stosunku przewidzianym w przepisach dotyczących zamiany [na akcje obligacji zamiennych na akcje].

3. Do prawa pierwszeństwa do subskrypcji obligacji zamiennych na akcje stosuje się przepisy art. 158 niniejszej ustawy".

**III — Postępowanie poprzedzające wniesienie skargi**

11. W wezwaniu do usunięcia uchybienia z dnia 15 stycznia 2004 r. Komisja zwróciła rządowi hiszpańskiemu uwagę na niektóre nieprawidłowości towarzyszące transpozycji dyrektywy 77/91 przez LSA.

12. W swej odpowiedzi z dnia 10 marca 2004 r. rząd hiszpański zakwestionował jakąkolwiek niezgodność spornej ustawy z dyrektywą 77/91.

13. Komisja nie uznała tej odpowiedzi za zadowalającą i w związku z tym postanowiła wystosować do rządu hiszpańskiego w dniu 5 stycznia 2005 r. uzasadnioną opinię. Komisja wyznaczyła w niej rządowi hiszpańskiemu dwumiesięczny termin na dokonanie niezbędnych zmian w uregulowaniu krajowym.

14. W związku z tym rząd hiszpański przekazał w dniu 4 marca 2005 r. na adres Komisji pismo sporządzone przez jego Ministerstwo Gospodarki i Finansów, w którym odrzucił żądania Komisji.

15. Niezadowolona z wyjaśnień rządu hiszpańskiego Komisja postanowiła wnieść skargę do Trybunału Sprawiedliwości.

**IV — Postępowanie przed Trybunałem i żądania stron**

16. W swej skardze, która wpłynęła do sekretariatu Trybunału w dniu 4 sierpnia 2006 r., Komisja wnosi o:

— stwierdzenie, iż nie dokonując prawidłowej transpozycji dyrektywy Rady 77/91/EWG z dnia 13 grudnia 1976 r. w sprawie koordynacji gwarancji, jakie są wymagane w państwach członkowskich od spółek w rozumieniu art. 58 akapit drugi traktatu w celu uzyskania ich równoważności dla ochrony interesów zarówno wspólników, jak i osób trzecich w zakresie tworzenia spółki akcyjnej, jak również utrzymania i zmian jej kapitału, Królestwo Hiszpanii uchybiło zobowiązaniom ciążącym na nim na mocy tej dyrektywy, a w szczególności:

a) jej art. 42 w związku z art. 29 ust. 1 i 4, zezwalając na to, aby walne zgromadzenie postanawiało o emisji nowych akcji z wyłączeniem prawa pierwszeństwa do ich nabycia po cenie niższej od ich stosownej wartości;

b) jej art. 29 ust. 1, przyznając prawo pierwszeństwa do objęcia akcji w przypadku podwyższenia subskrybowanego kapitału poprzez wniesienie wkładów pieniężnych nie tylko akcjonariuszom, ale także posiadaczom obligacji zamiennych na akcje;

c) jej art. 29 ust. 6 w związku z art. 29 ust. 1, przyznając prawo pierwszeństwa do subskrypcji obligacji zamiennych na akcje nie tylko akcjonariuszom, ale także posiadaczom obligacji zamiennych na akcje wcześniejszych emisji;

d) jej art. 29 ust. 6 w związku z art. 29 ust. 4 poprzez brak postanowienia, iż walne zgromadzenie akcjonariuszy może postanowić o wyłączeniu prawa pierwszeństwa do subskrypcji obligacji zamiennych na akcje;

— obciążenie Królestwa Hiszpanii kosztami postępowania.

17. Królestwo Hiszpanii wnosi o:

— oddalenie skargi;

— obciążenie Komisji kosztami postępowania.

18. Komisja złożyła swą replikę w dniu 4 grudnia 2006 r. Duplika rządu hiszpańskiego, po przedłużeniu terminu na jej złożenie, wpłynęła do Trybunału w dniu 6 lutego 2007 r.

19. Postanowieniem prezesa Trybunału z dnia 18 stycznia 2007 r. Zjednoczone Królestwo, Rzeczpospolita Polska i Republika Finlandii zostali dopuszczeni do udziału w sprawie w charakterze interwenientów w rozumieniu art. 93 § 1 regulaminu [Trybunału] popierających stanowisko Królestwa Hiszpanii. Przedstawili oni uwagi pisemne.

20. Ponieważ żaden z uczestników nie wniósł o otwarcie procedury ustnej, opinia w niniejszej sprawie mogła zostać sporządzona po odbyciu zgromadzenia ogólnego Trybunału w dniu 29 kwietnia 2008 r.

## V — Zarzuty i główne argumenty stron

21. Komisja podnosi przeciwko Królestwu Hiszpanii łącznie cztery zarzuty.

### A — *W przedmiocie zarzutu pierwszego*

22. W ramach swojego pierwszego zarzutu *Komisja* podnosi naruszenie przewidzianego w art. 42 dyrektywy 77/91 nakazu równego traktowania akcjonariuszy, ponieważ art. 159 ust. 1 lit. c) LSA zezwala w przypadku podwyższenia kapitału z wyłączeniem prawa pierwszeństwa na ustalenie ceny emisyjnej nowych akcji znacznie poniżej ich wartości rynkowej.

23. W szczególności Komisja wskazuje na fakt, iż zgodnie z art. 159 ust. 1 lit. c) LSA zgromadzenie akcjonariuszy spółki notowanej na giełdzie może postanowić o emisji [akcji] po dowolnej cenie, jednakże tylko wtedy, gdy cena ta jest wyższa niż odpowiednia wartość majątkowa netto [akcji]. Tymczasem, zdaniem Komisji, wartość majątkowa netto może być 20% lub nawet 80% niższa niż wartość rynkowa. W tym względzie Komisja wskazuje na inne uregulowania państw członkowskich, które zezwalają na ustalenie ceny emisji nowych akcji na kwotę leżącą maksymalnie 5–10% poniżej ceny rynkowej.

24. Komisja wnioskuje na tej podstawie, że art. 159 ust. 1 lit. c) LSA narusza art. 42 dyrektywy 77/91, ponieważ w odniesieniu do spółek notowanych na giełdzie zezwala on na jawną dyskryminację tych akcjonariuszy, którzy nabyli swoje akcje według wartości rynkowej, w stosunku do tych nowych akcjonariuszy, którym spółka zezwala na nabycie akcji po cenie również o wiele niższej od wartości rynkowej (i dlatego „niestosownej").

25. *Królestwo Hiszpanii* podnosi w pierwszej kolejności, że LSA określa warunki wyłączenia prawa pierwszeństwa, które są właściwie bardziej restrykcyjne niż warunki określone w dyrektywie 77/91. Po pierwsze LSA

przewiduje — na co również zwracają uwagę *Rzeczpospolita Polska, Zjednoczone Królestwo* i *Republika Finlandii* — minimalną granicę dla ceny emisyjnej, która w każdym razie nie może być niższa niż odpowiadająca akcjom wartość majątkowa netto. Po drugie LSA przewiduje, że do sprawozdania zarządu spółki musi zostać dołączone sprawozdanie biegłego rewidenta.

26. Królestwo Hiszpanii twierdzi, że Komisja niesłusznie wnioskuje, że art. 159 ust. 1 lit. c) akapit 2 LSA zezwala na ustalenie „niestosownie niskiej ceny" w porównaniu z wartością rynkową spornych akcji. W rzeczywistości ustęp pierwszy ogranicza się do ustanowienia wzruszalnego domniemania, zgodnie z którym „stosowna wartość" akcji spółki notowanej na giełdzie odpowiada jej „wartości rynkowej". Niemniej walne zgromadzenie może ustalić cenę emisyjną niższą od „wartości rynkowej", która nie traci swego stosownego charakteru, jeżeli w świetle wymienionych wyżej sprawozdań wydaje się uzasadniona.

27. *Królestwo Hiszpanii, Rzeczpospolita Polska* i *Zjednoczone Królestwo* podnoszą poza tym, że dyskryminacja pomiędzy akcjonariuszami obecnymi i potencjalnymi, którzy przystępują do spółki notowanej na giełdzie w związku z podwyższeniem kapitału, nie jest możliwa, ponieważ te dwie kategorie akcjonariuszy nie znajdują się w podobnej sytuacji. Na podstawie notowań giełdowych i wahań na rynku akcji każdy akcjonariusz, w zależności od chwili nabycia [akcji] i odnośnych notowań giełdowych, nabył swoje akcje po każdorazowo odmiennej cenie. Jest więc rzeczą normalną, że niektórzy akcjonariusze nabyli swoje akcje pod cenie niższej czy też wyższej niż cena emisyjna.

28. Ponadto zarówno *Królestwo Hiszpanii*, jak też *Rzeczpospolita Polska* podkreślają okoliczność, że art. 159 ust. 1 lit. c) LSA wymaga zgody walnego zgromadzenia akcjonariuszy, przy czym należy dochować większości i kworum niezbędnych dla dokonania zmiany statutu.

29. *Zjednoczone Królestwo* uważa ponadto, że nie można mówić o nierównym traktowaniu, gdyż cena akcji stanowi jedynie element ekonomiczny. Nawet gdyby stwierdzone zostało nierówne traktowanie, to jest ono w każdym razie uzasadnione finansowym interesem spółki w podwyższeniu kapitału zakładowego.

30. *Republika Finlandii* jest zdania, że, aby móc ocenić, czy ma miejsce nierówne trakto-

wanie, należy dokonać całościowej analizy okoliczności nowej emisji akcji.

31. *Rzeczpospolita Polska* uważa, że możliwość emisji nowych akcji po cenie niższej od wartości rynkowej powinna być oceniana nie w świetle nakazu równego traktowania, lecz z punktu widzenia zasady, że organy spółki muszą działać w interesie samej spółki.

B — *W przedmiocie zarzutu drugiego*

32. W ramach swojego drugiego zarzutu *Komisja* podnosi naruszenie art. 29 ust. 1 dyrektywy 77/91, ponieważ art. 158 ust. 1 LSA przyznaje prawo pierwszeństwa do objęcia akcji w przypadku podwyższenia subskrybowanego kapitału poprzez wniesienie wkładów pieniężnych nie tylko akcjonariuszom, lecz także posiadaczom obligacji zamiennych na akcje.

33. Artykuł 29 dyrektywy wymaga, aby nowe akcje były „oferowane z zachowaniem pierwszeństwa akcjonariuszy proporcjonalnie do wysokości kapitału reprezentowanego przez ich akcje". Ponieważ obligacje zamienne na akcje nie są częścią subskrybowanego kapitału spółki, prawo pierwszeństwa do objęcia akcji przyznane w LSA posiadaczom obligacji zamiennych na akcje nie zezwala na to, aby nowe akcje mogły być oferowane akcjonariuszom proporcjonalnie do ich udziału kapitałowego w spółce. Taki przepis jest więc sprzeczny z celem dyrektywy niedopuszczenia do jakiegokolwiek ryzyka rozwodnienia udziałów dotychczasowych akcjonariuszy w spółce. Tego rodzaju środek nie jest też ponadto niezbędny, aby chronić interesy posiadaczy obligacji zamiennych na akcje.

34. *Królestwo Hiszpanii* uważa, że dosłowna interpretacja art. 29 ust. 1 dyrektywy 77/91, zaproponowana przez Komisję, jest sama sprzeczna z brzmieniem tego przepisu, gdyż zgodnie z nim akcje powinny być oferowane akcjonariuszom „z zachowaniem prawa pierwszeństwa", co z kolei nie oznacza, że w świetle tego przepisu akcje powinny być oferowane „wyłącznie" akcjonariuszom. Do tego dochodzi, że dyrektywa nie mówi nic o obligacjach zamiennych na akcje.

35. *Królestwo Hiszpanii* i *Rzeczpospolita Polska* preferują raczej wykładnię teleologiczną spornego przepisu, tak aby w ten sposób chronić nie tylko posiadaczy obligacji zamiennych na akcje, lecz również w równym stopniu potencjalnych nowych akcjonariuszy spółki i aby utrzymać wartość zarezerwowanych dla nich akcji. W ten sposób zapobiega się ich zdaniem również temu, że emitent może mieć wpływ na (korzystny) moment zamiany [obligacji na akcje].

36. Na koniec *Rzeczpospolita Polska* zwraca jeszcze uwagę, że dyrektywa ma na celu ochronę „osób trzecich", tj. również takich osób, które w pewnych sytuacjach mogą być traktowane na równi z akcjonariuszami, jak na przykład posiadacze obligacji zamiennych na akcje. Dyrektywa ma również na celu jedynie wprowadzenie minimum ochrony, przy czym w gestii państw członkowskich pozostaje przyjęcie przepisów bardziej restrykcyjnych.

C — *W przedmiocie zarzutu trzeciego*

37. Komisja twierdzi, że art. 293 ust. 2 LSA narusza art. 29 ust. 1 i 6 dyrektywy 77/91 z tych samych powodów co przedstawione w ramach drugiego zarzutu, ponieważ przyznaje prawo pierwszeństwa do subskrypcji obligacji zamiennych na akcje nie tylko akcjonariuszom, ale w równym stopniu także posiadaczom wprowadzonych już wcześniej do obrotu obligacji zamiennych na akcje.

38. *Królestwo Hiszpanii* i *Rzeczpospolita Polska* powołują się na argumenty przedstawione już w odniesieniu do zarzutu drugiego i wskazują, że językowa wykładnia dyrektywy, której dokonuje Komisja, jest nieuzasadniona.

D — *W przedmiocie zarzutu czwartego*

39. *Komisja* podnosi naruszenie art. 29 ust. 6 w związku z art. 29 ust. 4 dyrektywy 77/91, ponieważ LSA nie przewiduje, że walne zgromadzenie może postanowić o wyłączeniu prawa pierwszeństwa do subskrypcji obligacji zamiennych na akcje.

40. Komisja podkreśla, że art. 293 ust. 3 LSA odwołuje się wprawdzie do art. 158 LSA, jednakże nie zawiera jakiegokolwiek odesłania do art. 159 LSA, który to właśnie reguluje możliwość wyłączenia prawa pierwszeństwa. Nawet jeżeli systemowa wykładnia umożliwiałaby wyłączenie przyznanego akcjonariuszom prawa pierwszeństwa do subskrypcji obligacji zamiennych na akcje, to art. 293 LSA w swym aktualnym brzmieniu wywołuje jednakże wątpliwości i powoduje niepewność poszczególnych akcjonariuszy i w związku z tym nie może być uznany za właściwą transpozycję dyrektywy, zwłaszcza że nie został przedstawiony żaden dowód na

okoliczność, że sądy hiszpańskie rzeczywiście stosują tego rodzaju wykładnię systemową.

41. *Królestwo Hiszpanii* podnosi, że systemowa wykładnia art. 293 LSA nie może prowadzić do żadnego innego wniosku aniżeli uznanie możliwości wyłączenia przez walne zgromadzenie prawa pierwszeństwa do subskrypcji obligacji zamiennych na akcje w odniesieniu do akcjonariuszy, ponieważ inaczej brzmiące rozwiązanie pozbawione byłoby jakiejkolwiek logiki.

42. *Republika Finlandii* zwraca uwagę, że celem dyrektywy jest w każdym razie jedynie minimalna harmonizacja i że nawet wtedy, gdy prawo pierwszeństwa akcjonariuszy do subskrypcji obligacji zamiennych na akcje nie może zostać wyłączone przez walne zgromadzenie, to nie jest to niezgodne z dyrektywą 77/91.

## VI — Ocena prawna

### A — *Uwagi wprowadzające*

43. Zbliżaniu materialnego prawa spółek państw członkowskich poświęconych zostało dotychczas trzynaście dyrektyw i propozycji dyrektyw [4]. Należy do nich przyjęta w dniu 13 grudnia 1976 r. dyrektywa 77/91, która ma na celu w szczególności zbliżenie przepisów państw członkowskich dotyczących tworzenia spółki akcyjnej, jak również wnoszenia i utrzymania minimalnego kapitału spółki akcyjnej i dlatego nazywana jest również „dyrektywą kapitałową" [5].

44. Artykuł 29 ust. 1 dyrektywy 77/91 ustanawia na poziomie wspólnotowym prawo pierwszeństwa akcjonariuszy do objęcia akcji w przypadku podwyższenia kapitału zakłado-

4 — Na podstawie art. 44 ust. 2 lit. g) WE zostało dotychczas wydanych i wdrożonych do prawa krajowego dziesięć dyrektyw dotyczących węższej rozumianego prawa spółek (zob. P. Kindler, *Münchener Kommentar zum BGB*, 4. Auflage, 2006, Band 11, pkt 33; P. Behrens, *Handbuch des EU-Wirtschaftsrechts*, Band 1, München 2004, E. III, pkt 10, s. 10; V. Trstenjak/M. Kocbek, *Evropsko pravo gospodarskih družb*, Ljubljana 2004, s. 31–50).

5 — Zasadnicze znaczenie dyrektywy 77/91 polega przede wszystkim na ustanowieniu na poziomie całej Wspólnoty kontynentalnej zasady stałego kapitału: ponieważ akcjonariusze nie ponoszą osobiście odpowiedzialności za długi spółki, to w celu ochrony wierzycieli spółka powinna posiadać minimalny kapitał, który jest dodatkowo zabezpieczony przez restrykcyjne przepisy dotyczące utrzymania kapitału. Dlatego też dyrektywa reguluje nie tylko minimalną wysokość kapitału, lecz także przede wszystkim warunki wnoszenia wkładów gotówkowych i aportowych, nabycie własnych akcji przez spółkę, umorzenie akcji i zmiany kapitału w drodze podwyższenia i obniżenia kapitału. Jednakże dyrektywa, również w zakresie, w jakim reguluje wnoszenie i utrzymanie kapitału, nie ma na celu wyłącznie ochrony wierzycieli. Zgodnie z jej motywami drugim i piątym chodzi także o ochronę akcjonariuszy. Temu celowi służą w szczególności przepisy dotyczące udziału walnego zgromadzenia w działaniach odnoszących się do kapitału i dotyczące obowiązków informacyjnych w przypadku dużych strat, wprowadzenie prawa pierwszeństwa akcjonariuszy w przypadku podwyższenia kapitału i ustanowienie zasady równego traktowania. Ponadto dyrektywa reguluje istotne kwestie związane z tworzeniem spółki akcyjnej. Wymienić należy w tym względzie przepisy dotyczące minimalnej treści statutu, aktu założycielskiego lub odrębnego dokumentu (zob. M. Habersack, *Europäisches Gesellschaftsrecht*, 3. Auflage, München 2006, pkt 3 i 4, s. 129 i nast.; M. Lutter, *Europäisches Unternehmensrecht*, 4. Auflage, Berlin 1996, s. 109 i nast.).

wego. Niemniej należy przypomnieć, że prawo pierwszeństwa do objęcia akcji w niektórych państwach członkowskich posiada już długą tradycję prawną, która rozpoczęła się mniej więcej w połowie XIX wieku [6]. W literaturze prawnoporównawczej powszechnie przyjmuje się, że prawo to miało swoje źródło w systemie prawnym Zjednoczonego Królestwa, jednakże od połowy XX wieku przynajmniej w kontekście europejskim znaczny wpływ wywarły na nie procesy zachodzące w systemach prawnych Niemiec, Francji i Włoch [7]. Harmonizacja prawa spółek państw członkowskich związana z dyrektywą 77/91 doprowadziła ze swej strony do tego, że inne państwa członkowskie, które tego prawa do tej pory w swych systemach prawnych bądź nie znały, bądź w każdym razie nie nadawały mu bezwzględnego charakteru, musiały wprowadzić prawo pierwszeństwa do objęcia akcji, co w istotny sposób przyczyniło się do jego rozpowszechnienia i homogenizacji również poza granicami Unii Europejskiej.

## 45. Prawo pierwszeństwa uprawnia akcjonariusza w przypadku podwyższenia kapitału do części akcji odpowiadającej dotychczasowej wielkości jego udziału [w kapitale] i umożliwia mu tym samym zachowanie jego procentowego udziału [w kapitale] [8]. Tym samym ma on prawo do udziału w kapitale zakładowym spółki akcyjnej w tym samym procentowym zakresie co dotychczas. Z tego powodu tradycyjny pogląd upatruje w prawie pierwszeństwa obejmowania akcjonariuszy skuteczny mechanizm ochrony akcjonariuszy indywidualnych i mniejszościowych przed niekorzystnymi skutkami, które mogą wynikać ze związanej z podwyższeniem kapitału emisji nowych akcji. Zalicza się do nich utrata praw udziałowych o charakterze ekonomicznym (np. ograniczenie prawa do dywidendy) i politycznym, przykładowo w formie praw współdecydowania o sprawach spółki (np. ograniczenie prawa głosu), jak również pozostałych praw niemających charakteru ekonomicznego (np. praw do uzyskiwania informacji, prawa do zwoływania zgromadzenia akcjonariuszy) [9].

6 — W odniesieniu do analizy rozwoju prawa pierwszeństwa do objęcia akcji w systemach prawnych Niemiec, Włoch, Francji, Zjednoczonego Królestwa, Belgii, Portugalii i Szwajcarii zob. D. Vásquez Albert, El derecho de suscripción preferente en Europa, *Revista de derecho de sociedades*, n 11 (1999), s. 79–131.

7 — Zobacz D. Vásquez Albert, El derecho de suscripción preferente en el Derecho Comunitario, *Revista de derecho mercantil*, n 230 (1998), s. 1693. W tym względzie niemiecka ustawa o spółkach akcyjnych wywarła znaczący wpływ zarówno na strukturę, jak też na treść dyrektywy 77/91, co sprawiło państwom należącym do kręgu prawnego *common law* pewne trudności w zakresie transpozycji (zob. V. Trstenjak/M. Kocbek, op.cit. (przypis 4) s. 34; J. N. Schutte-Venstra, *Harmonisatie van het kapitaalbeschermingsrecht in de EEG*, Apeldoorn 1991, s. 16).

8 — J. Natterer, *Kapitalveränderung der Aktiengesellschaft, Bezugsrecht der Aktionäre und sachlicher Grund*, Bielefeld 2000, s. 8; K.N. Peifer, op.cit. (przypis 3), § 186 AktG, pkt 16; *Lamy Sociétés Commerciales* (red. Jacques Mestre/Dominique Velardocchio), Rueil-Malmaison 2008, s. 1835. Zobacz wyrok z dnia 19 listopada 1996 r. w sprawie C-42/95 Siemens, Rec. s. I-6017, pkt 19, w którym Trybunał analizuje cel zasady prawa pierwszeństwa, który polega na zapobieżeniu zmniejszenia procentowego udziału akcjonariuszy w kapitale zakładowym spółki.

9 — Podobnie K. Grechenig, Discriminating Shareholders through the Exclusion of Pre-emption Rights?, *European company and financial law review*, tome 4 (2007), no 4, s. 577. P. Yanes Yanes, Derecho de suscripción preferente, *Diccionario de Derecho de Sociedades* (red. Carmen Alonso Ledesma), Madrid 2006, s. 511 i P. Davies, *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*, 7 th ed., London 2003, s. 631 i nast. wskazują, że prawo pierwszeństwa spełnia dwie funkcje. Po pierwsze ma ono chronić akcjonariusza przed rozwodnieniem jego gospodarczego udziału w spółce. Po drugie prawo to ma chronić go przed utratą jego wpływu na życie spółki. A. Pisani Massamormile, Aumento del capitale sociale, *Armonie e disarmonie nel diritto comunitario delle società di capitali*, vol. 1, Milano 2003, s. 714, wyróżnia funkcję prawa pierwszeństwa odnoszącą się do sfery zarządzania (w związku z wagą głosu każdego akcjonariusza) i odnoszącą się do sfery majątkowej (z uwagi na prawo akcjonariusza do udziału w zysku).

46. Dyrektywa 77/91 przejmuje tę koncepcję prawną, zapewniając, że w szczególności w przypadkach tworzenia spółki, jak również podwyższania i obniżania kapitału prawa akcjonariuszy i osób trzecich zostają zachowane. Stosownie do celów realizowanych przez jej podstawę prawną, o których mowa w art. 44 ust. 2 lit g) WE, prawo pierwszeństwa zapewnia minimum ochrony akcjonariuszy we wszystkich państwach członkowskich [10].

B — *Badanie zarzutów*

1. W przedmiocie zarzutu pierwszego

47. Jeżeli chodzi o procesowy rozkład ciężaru dowodu, w pierwszej kolejności należy przypomnieć, że zgodnie z utrwalonym orzecznictwem, w ramach postępowania o stwierdzenie uchybienia zobowiązaniom państwa członkowskiego na podstawie art. 226 WE, Komisja ma obowiązek wykazania zaistnienia naruszenia prawa wspólnotowego. Ponadto powinna ona dostarczyć Trybunałowi niezbędnych informacji, na podstawie których może on zbadać zaistnienie uchybienia zobowiązaniom państwa członkowskiego, przy czym Komisja nie może opierać się na domniemaniach [11]. Z kolei do pozwanego państwa członkowskiego należy merytoryczna i szczegółowa obrona przed przedstawionymi danymi i wynikającymi z nich wnioskami [12].

48. W ramach swojego zarzutu pierwszego Komisja podnosi naruszenie przewidzianego w art. 42 dyrektywy 77/91 nakazu równego traktowania akcjonariuszy w związku z jej art. 29 ust. 1 i 4. Komisja widzi naruszenie wskazanych przepisów prawa wspólnotowego w tym, że sporne uregulowanie krajowe zawarte w art. 159 ust. 1 lit. c) LSA w przypadku podwyższenia kapitału z wyłączeniem prawa pierwszeństwa zezwala na ustalenia ceny emisyjnej nowych akcji, która może być znacznie niższa niż ich wartość rynkowa.

49. Artykuł 159 ust. 1 lit. c) LSA ustanawia określone warunki wyłączenia prawa pierwszeństwa. Zgodnie z tym przepisem cena emitowanych akcji musi odpowiadać „stosownej wartości", która wynika z wymienionego w art. 159 ust. 1 lit. b) LSA

10 — Zobacz wyroki: z dnia 30 maja 1991 r. w sprawach połączonych C-19/90 i C-20/90 Karella, Rec. s. I-2691, pkt 25 i 30, i z dnia 24 marca 1992 r. w sprawie C-381/89 Epas, Rec. s. I-2111, pkt 27 i 32.

11 — Wyroki z dnia 12 maja 2005 r. w sprawie C-287/03 Komisja przeciwko Belgii, Zb.Orz. s. I-3761, pkt 27; z dnia 14 kwietnia 2005 r. w sprawie C-341/02 Komisja przeciwko Niemcom, Zb.Orz. s. I-2733, pkt 35; z dnia 29 maja 2001 r. w sprawie C-263/99 Komisja przeciwko Włochom, Rec. s. I-4195, pkt 27; z dnia 8 marca 2001 r. w sprawie C-68/99 Komisja przeciwko Niemcom, Rec. s. I-1865, pkt 38; z dnia 23 października 1997 r. w sprawie C-159/94 Komisja przeciwko Francji, Rec. s. I-5815, pkt 102 i z dnia 25 maja 1982 r. w sprawie 96/81 Komisja przeciwko Niderlandom, Rec. s. 1791, pkt 6.

12 — Zobacz wyrok z dnia 22 września 1988 r. w sprawie 272/86 Komisja przeciwko Grecji, Rec. s. 4875, pkt 21.

sprawozdania organu administrującego. W przypadku spółek notowanych na giełdzie należy zasadniczo brać pod uwagę wartość kursową, jeżeli nie można uzasadnić innej wartości.

50. Jednakże, jak stwierdza Komisja, art. 159 ust. 1 lit. c) akapit drugi LSA przewiduje znaczące odstępstwo w odniesieniu do spółek notowanych na giełdzie, w świetle którego walne zgromadzenie może postanowić o emisji [akcji] po dowolnej cenie, o ile jest ona wyższa od procentowej wartości [akcji] w stosunku do majątku spółki. Komisja zwraca w tym kontekście uwagę, że wartość akcji może być znacznie niższa niż jej wartość kursowa, wartość, którą za punkt wyjścia przyjmuje sama LSA, która odpowiada wartości rynkowej i tym samym „stosownej wartości" akcji. Komisja wnioskuje z tego, że hiszpański prawodawca udzielił wyraźnego upoważnienia do tego, aby walne zgromadzenie mogło wedle swojego uznania i z wyłączeniem prawa pierwszeństwa emitować nowe akcje poniżej ich wartości rynkowej i tym samym poniżej wartości ocenianej przez prawodawcę hiszpańskiego jako „stosowna".

51. Komisja widzi w tym uregulowaniu jawną dyskryminację tych akcjonariuszy, którzy nabyli swoje akcje według wartości rynkowej, w stosunku do tych nowych akcjonariuszy, którzy nabyli swoje akcje poniżej wartości rynkowej. Jej zdaniem ci pierwsi akcjonariusze doznają straty ekonomicznej, ponieważ muszą zaakceptować obniżenie, względnie rozwodnienie wartości swoich akcji spowodowane przez przyznaną nowym akcjonariuszom „zniżkę".

52. Na argumentację Komisji należy jednak odpowiedzieć w ten sposób, że uregulowanie zawarte w art. 159 ust. 1 lit. c) akapit drugi LSA, które na pierwszy rzut oka ze względów dotyczących ochrony akcjonariuszy może wydawać się wątpliwe [13], nie jest niezgodne z przepisami dyrektywy 77/91.

53. Jak wspomniane zostało na wstępie, dyrektywa 77/91 ma na celu jedynie [zapewnienie] minimalnej ochrony dla akcjonariuszy na poziomie całej Wspólnoty. Wynika to po pierwsze z normatywnej treści jej podstawy prawnej, a po drugie z motywu drugiego dyrektywy, zgodnie z którym „dla zapew-

13 — K. Grechenig, *Spanisches Aktien- und GmbH-Recht — Das einstufige Verwaltungssystem in Beziehung zur Hauptversammlung und zu Gesellschafterrechen*, Wien 2005, s. 136, określa wprawdzie uregulowanie zawarte w art. 159 ust. 1 lit. c) akapit drugi LSA ze względów ochrony akcjonariusza za wątpliwe i wskazuje w tym względzie na niniejsze postępowanie w sprawie uchybienia zobowiązaniom państwa członkowskiego przeciwko Królestwu Hiszpanii, nie stwierdza jednak dyskryminującego traktowania akcjonariuszy.

nienia równoważnej ochrony minimalnej dla akcjonariuszy […], koordynacja przepisów prawa krajowego dotyczących […] podwyższenia i obniżenia kapitału jest szczególnie istotna” [14].

54. Ponadto należy stwierdzić, że dyrektywa 77/91 nie zawiera przepisów zobowiązujących do emisji nowych akcji po „cenie rynkowej” lub w ogóle po „stosownej cenie”. Jest to tym bardziej godne uwagi, że w pozostałym zakresie dyrektywa 77/91 zawiera szczegółowe uregulowania, jak choćby te dotyczące organizacji spółek.

55. Jako jedyny przepis dyrektywy, który traktuje o cenie emisyjnej akcji i w tym zakresie ma pewne znaczenie dla niniejszej sprawy, może zostać wskazany art. 8, zgodnie z którym „akcje nie mogą być emitowane po cenie niższej niż ich nominalna wartość lub, w przypadku braku wartości nominalnej, poniżej ich wartości księgowej”. Dyrektywa milczy natomiast, jak słusznie podnosi rząd Zjednoczonego Królestwa, w kwestii ceny, po której mogą być emitowane nowe akcje w przypadku podwyższenia kapitału.

56. Z art. 29 ust. 4 dyrektywy 77/91 wynika jedynie, że zarząd lub organ administrujący jest zobowiązany do przedstawienia walnemu zgromadzeniu pisemnego sprawozdania „uzasadniającego proponowaną cenę emisji [emisyjną]”. Ostateczną decyzję odnośnie do ceny emisyjnej, która ma zostać ustalona, art. 29 ust. 4 pozostawia więc walnemu zgromadzeniu [15], nie ustanawiając żadnych dalszych wymogów.

57. Ponadto uregulowanie zawarte w art. 159 ust. 1 lit. c) akapit drugi LSA nie pozwala na stwierdzenie żadnego przypadku dyskryminacji akcjonariuszy. Nakaz równego traktowania ustanowiony w art. 42 dyrektywy 77/91 odpowiada w swej normatywnej treści zakazowi dyskryminacji, który zgodnie z utrwa-

14 — D. Vásquez Albert, op.cit. (przypis 7), s. 1714, wskazuje, że systemy prawne państw członkowskich przewidują generalnie bardziej restrykcyjne uregulowania niż prawo wspólnotowe. Zdaniem tego autora charakter dyrektywy 77/91 jako normy ustanawiającej minimum ochrony zezwala na przyjęcie bardziej restrykcyjnych uregulowań przez państwa członkowskie. J. Natterer, „Bezugsrechtssausschluss und zweite gesellschaftsrechtliche Richtlinie”, *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, 1995, s. 1483, również uznaje dyrektywę za normę ustanawiającą minimum ochrony i opiera się w tym względzie na jej drugim motywie.

15 — Zgodnie z art. 25 ust. 1 dyrektywy 77/91 o każdym podwyższeniu kapitału decyzję podejmuje walne zgromadzenie.

lonym orzecznictwem wymaga, aby podobne sytuacje nie były traktowane w odmienny sposób, a odmienne sytuacje nie były traktowane jednakowo, chyba że takie traktowanie jest obiektywnie uzasadnione [16].

58. Komisja jest zdania, że art. 159 ust. 1 lit. c) akapit drugi LSA nie zapewnia równego traktowania obecnych akcjonariuszy względem nowych akcjonariuszy. Innymi słowy, przyjmuje ona w niniejszej sprawie w sposób wyraźny, że ma miejsce odmienne traktowanie jednakowych sytuacji. Niemniej należy stwierdzić, że Komisja opiera pierwszy zarzut jedynie powierzchownie [17] na rzekomym nierównym traktowaniu, podczas gdy główny punkt jej argumentacji stanowi przedstawienie potencjalnych niekorzystnych skutków ekonomicznych emisji akcji poniżej wartości rynkowej dla dotychczasowych akcjonariuszy [18]. Tym samym nie wykazuje ona w dostatecznie merytoryczny sposób, w jakim zakresie obecni akcjonariusze i nowi akcjonariusze znajdują się w jednej i tej samej sytuacji. Ma to tym większe znaczenie, że art. 42 dyrektywy 77/91 wymaga, aby przepisy państw członkowskich zagwarantowały równe traktowanie akcjonariuszy, jeżeli znajdują się oni „w takiej samej sytuacji". Komisja nie dokonała zatem pogłębionego badania spełnienia pierwszej przesłanki nakazu równego traktowania [19]. Słusznie podnoszą to zarówno rząd hiszpański, jak też rząd Zjednoczonego Królestwa.

59. W związku z powyższym Komisja powinna wykazać, w jakim zakresie nakaz równego traktowania ustanowiony w art. 42 dyrektywy 77/91 powinien znaleźć zastosowanie do niniejszego przypadku. Zwykła krytyka ewentualnie niekorzystnego pod względem ekonomicznym uregulowania krajowego — co poza tym również nie zostało przez Komisję wykazane na podstawie konkretnych dowodów — nie może zastąpić wykazania, względnie udowodnienia istnienia obiektywnie nieuzasadnionego nierównego traktowania podobnych sytuacji. W tym względzie Komisja nie uczyniła zadość spoczywającemu na niej obowiązkowi dowodowemu.

60. Niezależnie od powyższego wątpliwe jest już to, czy klauzula równego traktowania zawarta w art. 42 dyrektywy 77/91 z uwagi

16 — Zobacz wyroki: z dnia 27 marca 1980 r. w sprawach połączonych 66/79, 127/79 i 128/79 Salumi i in., Rec. s. 1237, pkt 14; z dnia 20 września 1988 r. w sprawie 203/86 Hiszpania przeciwko Radzie, Rec. s. 4563, pkt 25; z dnia 17 kwietnia 1997 r. w sprawie C-15/95 EARL de Kerlast, Rec. s. I-1961, pkt 35, z dnia 13 kwietnia 2000 r. w sprawie C-292/97 Karlsson i in., Rec. s. I-2737, pkt 39; z dnia 6 marca 2003 r. w sprawie C-14/01 Niemann, Rec. s. I-2279, pkt 49 i z dnia 22 czerwca 2006 r. w sprawie C-182/03 Belgia przeciwko Komisji, Zb.Orz. s. I-5479, pkt 170.

17 — Zobacz pkt 34 repliki.

18 — Zobacz pkt 23 skargi i pkt 10, 22 repliki.

19 — Zdaniem M. Rossi, w: Calliess/Ruffert (a cura di), *Kommentar zu EUV/EGV*, 3ª edizione, 2007, art. 20 Karty praw podstawowych, pkt 19, s. 2629, ogólną zasadę równości charakteryzuje dwu- lub trzystopniowa ocena: po pierwsze należy zawsze stwierdzić, czy ma miejsce odmienne traktowanie podobnych sytuacji (lub jednakowe traktowanie odmiennych sytuacji). W drugiej kolejności należy następnie sprawdzić, czy to odmienne traktowanie (lub jednakowe traktowanie) jest ewentualnie usprawiedliwione. W stosownym przypadku odbywa się badanie proporcjonalności.

na jej dosyć nieokreśloną normatywną treść [20] może mieć zastosowanie do tak specyficznej sytuacji, jak ustalenie ceny emisyjnej nowych akcji w przypadku podwyższenia kapitału.

61. Do tego dochodzi, że zasada równego traktowania akcjonariuszy, uznana w systemach prawnych wielu państw członkowskich Wspólnoty, wedle przeważającego poglądu nie może być interpretowana jako obowiązek spółki do identycznego traktowania akcjonariuszy, lecz rozumiana jest w ten sposób, że odmienne traktowanie wymaga dostatecznego obiektywnego uzasadnienia [21]. Troska Komisji, aby nie dopuścić do ustalenia ceny emisyjnej nowych akcji poniżej ceny nabycia akcji przez obecnych akcjonariuszy, prowadzi natomiast ostatecznie do ścisłej transpozycji nakazu równego traktowania, która jak już wskazano, z uwagi na brak jednoznacznych wymogów prawnych, nie jest wymagana ani przez dyrektywę, ani też nie odpowiada społecznej rzeczywistości, zwłaszcza że uwarunkowana zmiennymi procesami na rynku akcji wartość, a tym samym również cena akcji spółki notowanej na giełdzie będzie zawsze różna.

62. Jak słusznie wskazują rząd hiszpański i rząd Zjednoczonego Królestwa, skutkiem tej okoliczności jest to, że każdy akcjonariusz, w zależności od momentu nabycia [akcji] i danych notowań giełdowych, nabył swoje akcje w każdym przypadku po innej cenie. W związku z tym zawsze będą istnieli akcjonariusze, którzy nabyli akcje bądź po niższej, bądź to po wyższej cenie aniżeli cena emisyjna. Z tego powodu nie można w sposób zasadny twierdzić, że wszyscy akcjonariusze znajdują się w tej samej sytuacji. Ponadto powinno się mieć na względzie okoliczność, że cena akcji zależy od wielu czynników ekonomicznych, jak choćby od ekonomicznego rozwoju określonej spółki, ale również od stanu gospodarki światowej. Poza tym w sposób decydujący wpływają na nią mechanizmy rynku, tj. podaż i popyt. Różnice, które uwidaczniają się pomiędzy dotychczasowymi i nowymi akcjonariuszami w odniesieniu do ceny nabycia przez nich [akcji], nie wynikają więc z przypisywanego spółce nierównego traktowania [22], lecz są skutkiem procesu typowego dla rynków finansowych.

20 — K. Grechenig, op.cit. (przypis 9), s. 581, uskarża się na niejasną normatywną wymowę klauzuli równego traktowania zawartą w art. 42 dyrektywy 77/91. W. Hefermehl/E. Bungeroth, *Aktiengesetz*, Band 1, München 1984, § 53 a, pkt 13, s. 14, krytykują nieostrość tego uregulowania. S. Grundmann, *Europäisches Gesellschaftsrecht*, Heidelberg 2004, pkt 325, s. 146, twierdzi w odniesieniu do dogmatyki tej klauzuli, że nakaz równego traktowania dotyczy wprawdzie przede wszystkim kwestii odnoszących się do kapitału, jednakże jest sformułowany ogólnie. W związku z tym wymaga on konkretyzacji poprzez regulacje szczególne.

21 — W. Hefermehl/E. Bungeroth, op.cit. (przypis 20), § 53 a, pkt 13 i 14, s. 14, w kontekście brzmienia § 53a ustawy o spółkach akcyjnych („na takich samych warunkach"), który transponuje do prawa niemieckiego art. 42 dyrektywy 77/91, wskazują, że przepis ten pozostawia margines dla obiektywnej dyferencjacji. W ten sposób unika się oderwanej od rzeczywistości sztywności nakazu równego traktowania. Autorzy ci interpretują więc to uregulowanie jako zakaz arbitralności. Podobnie także S. Grundmann, op.cit. (przypis 20), pkt 325, s. 146; E. Bujalka, *Der Schutz von Minderheitsaktionären bei Umstrukturierungen im deutschen und slowakischen Aktienrecht*, Frankfurt am Main 2006, s. 56; M.J. Castellano Ramírez, Aumento del capitale sociale, *Armonie e disarmonie nel diritto comunitario delle società di capitali*, vol. 1, Milano 2003, s. 837. Jak stwierdza D. Vásquez Albert, *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas* (red. Ignacio Arroyo und José Miguel Embid), vol. II, art. 159, s. 1671 i nast., hiszpańskie prawo spółek akcyjnych nie zawiera wyraźnie nakazu równego traktowania, lecz został on sformułowany głównie przez doktrynę, w oparciu o koncepcję prawną zawartą w art. 42 dyrektywy 77/91. Zdaniem tego autora nakaz równego traktowania nie wymaga jednakowego traktowania wszystkich akcjonariuszy. Zakazuje on jedynie arbitralnego lub dyskryminującego odmiennego traktowania, ale nie obiektywnie uzasadnionego odmiennego traktowania. Autor uważa, że naruszenie nakazu równego traktowania w przypadku podwyższenia kapitału miałoby miejsce przykładowo wtedy, gdy część nowych akcji zostałaby wydana tylko części akcjonariuszy z wyłączeniem pozostałych akcjonariuszy i akcji.

22 — Stanowiłoby to jednak przesłankę stosowania nakazu równego traktowania na płaszczyźnie prawa spółek akcyjnych, bowiem ma on zastosowanie co do zasady jedynie do stosunków pomiędzy spółką akcyjną i jej akcjonariuszami (zob. W. Hefermehl/E. Bungeroth, op.cit. [przypis 20], § 53 a, pkt 19, s. 16).

63. Jeżeli chodzi o zarzucaną przez Komisję możliwość ustalenia ceny emisyjnej nowych akcji również poniżej wartości rynkowej, to w pierwszej kolejności należy podnieść, że jej argumentacja jest dotknięta wadą jednostronności, bowiem najwyraźniej Komisja zakłada, że nierówne traktowanie akcjonariuszy dotychczasowych i nowych wchodzi w rachubę tylko wtedy, gdy cena, po której obecni akcjonariusze nabyli swoje akcje, odpowiadała dokładnie wartości rynkowej, podczas gdy jedynie nowi akcjonariusze czerpią korzyści z obniżki. Komisja nie wypowiada się natomiast w przedmiocie ewentualnego zastosowania zasady równego traktowania do równie możliwych wariantów, w których osoby trzecie nabywają nowe akcje po cenie, która nawet przekracza wartość rynkową, bądź dotychczasowi akcjonariusze sami nabyli swoje akcje poniżej wartości rynkowej.

64. Ponadto należy mieć na względzie, że ewentualne ustalenie ceny emisyjnej nowych akcji również poniżej wartości rynkowej jest całkowicie dopuszczalne nie tylko w świetle spornego w niniejszej sprawie uregulowania, ale również w świetle obowiązujących przepisów innych państw członkowskich, co Komisja wyraźnie przyznaje w swej replice [23]. Ma to miejsce choćby w systemach prawnych Niemiec [24], Francji [25], Włoch [26], Słowenii [27] i Zjednoczonego Królestwa [28].

65. Ponadto na uwzględnienie zasługuje argument podniesiony zarówno przez rząd hiszpański, jak też rząd polski, że dyrektywa 77/91 i LSA wprowadzają jak najbardziej

23 — Zobacz pkt 16 repliki.

24 — Zgodnie z § 186 ust. 3 zdanie czwarte [niemieckiej] ustawy o spółkach akcyjnych cena emisyjna „nie może być znacznie niższa" od ceny giełdowej. Paragraf 255 ust. 1 ustawy o spółkach akcyjnych zezwala na zaskarżenie [uchwały o] podwyższeniu kapitału poprzez wniesienie wkładów. Zgodnie z tym przepisem, jeżeli prawo pierwszeństwa akcjonariuszy zostało wyłączone w całości lub w części, środek zaskarżenia może być oparty również na tym, że wynikająca z uchwały o emisji cena emisyjna akcji lub minimalna cena, poniżej której nowe akcje nie powinny być emitowane, jest „nieproporcjonalnie niska". Z tego można wnioskować, że zgodnie z prawem niemieckim zaniżenie [ceny emisyjnej akcji] jest w wąskich granicach jak najbardziej możliwe (podobnie M. Schlitt/O. Seiler, Aktuelle Rechtsfragen bei Bezugsrechtsemissionen, *Wettbewerb in Recht und Praxis* [2003], zeszyt 45, s. 2176).

25 — Artykuł 7 [francuskiego] dekretu nr 2005-112 z dnia 10 lutego 2005 r. zmieniającego art. 155-5 dekretu nr 67-236 z dnia 23 marca 1967 r. w sprawie spółek handlowych i papierów wartościowych emitowanych przez spółki handlowe (*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 Republique Française* nr 36 z dnia 12 lutego 2005 r., s. 2404, tekst nr 30) stanowi, że cena emisyjna musi odpowiadać co najmniej przeciętnej wartości [akcji] wynikającej z notowań giełdowych ostatnich trzech sesji giełdowych przed jej ustaleniem, ewentualnie „z uwzględnieniem maksymalnie 5% obniżki".

26 — Artykuł 2441 ust. 6 włoskiego kodeksu cywilnego (*Codice Civile*) stanowi, że cena emisyjna musi uwzględniać notowania giełdowe w ciągu ostatnich sześciu miesięcy.

27 — Zgodnie z art. 400 ust. 2 słoweńskiej ustawy o spółkach akcyjnych (*Zakon o gospodarskih družbah*) podstawę dla zaskarżenia [uchwały] może stanowić również to, że cena emisyjna wynikająca z uchwały o podwyższeniu [kapitału] lub minimalna cena, poniżej której nowe akcje nie powinny być emitowane, jest „nieproporcjonalnie niska" (zob. M. Kocbek, *Veliki komentar Zakona o gospodarskih družbah / ZGD-1* [red. Marijan Kocbek], 2 knjiga, Ljubljana 2007, art. 400, s. 738 i nast.).

28 — Zgodnie z „Guidelines" tak zwanej „Pre-emption Group", do której należą London Stock Exchange oraz różne spółki i banki notowane na giełdzie, obniżenie ceny o 5% wartości rynkowej jest z reguły dopuszczalne. Większe obniżki nie są jednakże wyłączone. (Zobacz P. Myners, *Pre-emption rights on a public company's ability to raise new capital*, 8 lutego 2005 r., s. 47, dostępny pod http://www.berr.gov.uk/files/file28436.pdf). „Guidelines" nie są wprawdzie prawnie wiążące, jednakże są one najczęściej przestrzegane (zob. w tym względzie Gower and Davies, *The Principles of Modern Company Law*, 7 th ed., London 2003, s. 637).

gwarancje, aby zapobiec ustaleniu ceny emisyjnej zbyt poniżej wartości rynkowej. Jak już wspomniano, dyrektywa 77/91 pozostawia tę decyzję walnemu zgromadzeniu [29]. Zgodnie z art. 29 ust. 4 dyrektywy 77/91 organ administrujący lub zarząd powinien w tym celu przedstawić walnemu zgromadzeniu pisemne sprawozdanie wskazujące powody ograniczenia lub wyłączenia prawa [pierwszeństwa] i uzasadniającego proponowaną cenę emisyjną. Jednakże art. 159 LSA wykracza poza te wymogi prawa wspólnotowego, wymagając dodatkowo sprawozdania biegłego rewidenta powołanego specjalnie w tym celu przez urząd prowadzący rejestr handlowy, które to sprawozdanie musi zawierać następująca dane: (1) ocenę stosowności wartości akcji, (2) ocenę wartości wyłączonych praw pierwszeństwa i (3) weryfikację prawidłowości danych zawartych w sprawozdaniu zarządu.

66. W przeciwieństwie do tego, co twierdzi Komisja, decyzja o wyłączeniu prawa pierwszeństwa i rodzaju emisji nie znajduje się całkowicie w sferze uprawnień dyskrecjonalnych walnego zgromadzenia. Tak jak obowiązek przedstawienia sprawozdania na podstawie art. 29 ust. 4 dyrektywy 77/91, dodatkowe obowiązki sprawozdawcze wprowadzone przez prawo krajowe mają bowiem na celu zapewnienie, aby w interesie akcjonariuszy i wierzycieli decyzje były obiektywnie uzasadniane [30]. Walne zgromadzenie powinno więc podjąć tę decyzję, niezależnie od tego, czy sprawozdania są prawnie wiążące, czy nie, koniecznie w interesie akcjonariuszy i na podstawie przedłożonych mu sprawozdań. Tym samym restrykcyjne wymogi dla emisji nowych akcji [31] na podstawie art. 159 LSA służą ochronie akcjonariuszy i dlatego nie mogą być traktowane jako pozbawione znaczenia zwykłe przepisy proceduralne [32]. Przeciwnie, powinny one być traktowane jako dodatkowe gwarancje służące zapobieganiu ustalania niestosownie niskiej ceny emisyjnej.

29 — Zobacz pkt 56 niniejszej opinii.

30 — Tak też F. Bagel, *Der Ausschluss des Bezugsrechts in Europa*, Köln 1999, s. 352, według którego art. 29 ust. 4 dyrektywy 77/91 poprzez wprowadzenie obowiązku przedłożenia sprawozdania zakłada, że dochodzi do skutku obiektywne uzasadnienie uchwały walnego zgromadzenia.

31 — Moim zdaniem przepisy te są zgodne z prawem wspólnotowym, ponieważ ustanawiają bardziej restrykcyjne warunki służące ochronie prawa pierwszeństwa akcjonariuszy. W świetle orzecznictwa Trybunału stanowi to kryterium określone przez dyrektywę 77/91 dla przyjęcia przez państwa członkowskie bardziej restrykcyjnych uregulowań. Wynika to z ww. w przypisie 8 wyroku w sprawie Siemens przeciwko Nold, pkt 22. Przedmiotem postępowania było odesłanie prejudycjalne niemieckiego Bundesgerichtshof, w którym zwrócił się on z wnioskiem do Trybunału o udzielenie odpowiedzi na pytanie, czy jego dotychczasowe orzecznictwo dotyczące wyłączenia prawa pierwszeństwa jest zgodne z prawem wspólnotowym. Od 1978 r., to jest po wejściu w życie dyrektywy 77/91, Bundesgerichtshof wymagał wyważenia pomiędzy interesami mniejszości i większości i ustanowił wymóg, zgodnie z którym wyłączenie prawa pierwszeństwa musiało być niezbędne i proporcjonalne. Na to pytanie Trybunał udzielił odpowiedzi twierdzącej, wskazując na zgodność z celem ochronnym dyrektywy.

32 — Podobnie także K. Grechenig, op.cit. (przypis 13), s. 135–137, który wymogi art. 159 LSA w związku z wyłączeniem prawa pierwszeństwa przyporządkowuje obowiązkom sprawozdawczym spółki wobec walnego zgromadzenia, a ustalenie ceny emisyjnej ochronie akcjonariuszy. F. Bagel, op.cit. (przypis 29), s. 353, wskazuje, że państwa członkowskie wprowadziły dalsze formalne i materialne warunki wyłączenia prawa pierwszeństwa niż te, określone w art. 29 ust. 4 dyrektywy 77/91. Jej zdaniem zwiększone wymogi dotyczące obowiązku przedstawienia sprawozdania i dodatkowych sprawozdań nie naruszają jednakże dyrektywy, lecz przyczyniają się właśnie do wzmocnionej ochrony akcjonariuszy, a także wierzycieli. Jest to zgodne również ze stanowiskiem H. Henzego, 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, którego zdaniem treść art. 29 ust. 4 dyrektywy 77/91 nie wyczerpuje się w uregulowaniu aspektów formalnych, lecz poprzez obowiązek zarządu przedstawienia walnemu zgromadzeniu sprawozdania dotyczącego powodów wyłączenia prawa pierwszeństwa w przypadku podwyższenia kapitału w drodze wniesienia wkładów gotówkowych i wyjaśnienia zaproponowanej ceny emisyjnej uwzględnia również aspekty materialne, służące ochronie akcjonariuszy mniejszościowych.

67. W świetle powyższych rozważań nie można stwierdzić, w jakim zakresie art. 159 LSA mógłby być niezgodny z art. 42 w związku z art. 29 ust. 1 i 4 dyrektywy 77/91.

68. W konsekwencji należy oddalić zarzut pierwszy jako bezzasadny.

2. W przedmiocie zarzutu drugiego

69. W ramach swojego drugiego zarzutu Komisja podnosi naruszenie art. 29 ust. 1 dyrektywy 77/91 z tego powodu, że art. 158 ust. 1 LSA przyznaje prawo pierwszeństwa do objęcia akcji w przypadku podwyższenia kapitału poprzez wniesienie wkładów pieniężnych nie tylko akcjonariuszom, ale także posiadaczom obligacji zamiennych na akcje.

70. Należy zgodzić się z Komisją, że w zakresie w jakim art. 158 ust. 1 LSA — w przeciwieństwie do art. 29 ust. 1 dyrektywy 77/91, który uwzględnia tylko akcjonariuszy [33] — przyznaje prawo pierwszeństwa do objęcia akcji również posiadaczom obligacji zamiennych na akcje, to co najmniej z punktu widzenia jego brzmienia należy stwierdzić niezgodność z przepisem dyrektywy [34], przemawiającą za naruszeniem prawa wspólnotowego.

71. Wprawdzie rząd hiszpański potwierdza tę niezgodność brzmienia [35], niemniej podnosi wobec tego zarzutu, że art. 29 ust. 1 dyrektywy mówi o oferowaniu nowych akcji „z zachowaniem pierwszeństwa" akcjonariuszy, a nie „wyłącznie" akcjonariuszom. Ponadto rząd hiszpański odrzuca wykładnię opartą na brzmieniu [przepisu] i preferuje zamiast tego wykładnię orientującą się na celach dyrektywy 77/91 i interesach spółki, włączającą do kręgu uprawnionych na podstawie art. 29 ust. 1 dyrektywy 77/91 również posiadaczy obligacji zamiennych na akcje.

33 — W aspekcie prawnoporównawczym należy stwierdzić, że art. 29 ust. 1 dyrektywy 77/91 został w Niemczech transponowany przez § 186 i § 221 ust. 4 des ustawy o spółkach akcyjnych z dnia 6 września 1965 r. (Bundesgesetzblatt I, s. 1089, ostatnio zmienionej przez art. 11 ustawy z dnia 16 lipca 2007 r. [Bundesgesetzblatt I, s. 1330]), a w Austrii przez § 153 i § 174 ustawy federalnej z dnia 31 marca 1965 r. o spółkach akcyjnych (Bundesgesetzblatt Nr. 98/1965, ostatnio zmienionej przez Bundesgesetzblatt I, Nr. 42/2001). Zgodnie z nimi prawo pierwszeństwa objęcia nowych akcji i obligacji zamiennych na akcje mają wyłącznie akcjonariusze.

34 — D. Vásquez Albert, op.cit. (przypis 7), s. 1698; A. Pisani Massamormile, op.cit. (przypis 9), s. 714 i M.J. Castellano Ramírez, op.cit. (przypis 21), s. 825, 829, słusznie stwierdzają, że art. 29 ust. 1 dyrektywy 77/91 inaczej niż art. 158 ust. 1 LSA nie przyznaje posiadaczom obligacji zamiennych prawa pierwszeństwa objęcia [obligacji zamiennych na akcje]. Castellano Ramírez twierdzi, że rozciągnięcie tego prawa na posiadaczy obligacji zamiennych na akcje było własną decyzją prawodawcy hiszpańskiego, która nie została podjęta w odniesieniu do transpozycji dyrektywy 77/91.

35 — Zobacz pkt 39 odpowiedzi na skargę.

72. Moim zdaniem interpretacja taka, jaką proponuje rząd hiszpański, jest niezgodna nie tylko z jasnym brzmieniem art. 29 ust. 1 dyrektywy 77/91, ale w tak samo niewielkim stopniu daje się również uzasadnić przez wykładnię systemową lub teleologiczną tego przepisu.

73. Artykuł 29 ust. 1 dyrektywy 77/91 stanowi jednoznacznie, że w przypadku każdego podwyższenia subskrybowanego kapitału akcje powinny być oferowane z zachowaniem pierwszeństwa akcjonariuszy „proporcjonalnie do wysokości kapitału reprezentowanego przez ich akcje". Jak Komisja słusznie zaznacza, obligacje zamienne na akcje nie należą do subskrybowanego kapitału spółki. Z samej tej okoliczności wynika niemożność proporcjonalnej emisji akcji na rzecz posiadaczy obligacji zamiennych na akcje.

74. Wbrew stanowisku rządu hiszpańskiego pojęcia „akcjonariusz" w rozumieniu art. 29 ust. 1 dyrektywy 77/91 nie da się również interpretować w ten sposób, że obejmuje ono również posiadaczy obligacji zamiennych na akcje. Porównanie art. 29 ust. 1 z art. 29 ust. 6 dyrektywy 77/91 pozwala stwierdzić, że regulując prawo pierwszeństwa akcjonariuszy, prawodawca wspólnotowy był w pełni świadomy istnienia obligacji zamiennych na akcje i podobnych papierów wartościowych, zwłaszcza że w art. 29 ust. 6 dyrektywy 77/91 jest mowa o „papierach wartościowych zamiennych na akcje". Przepis ten byłby zbyteczny, gdyby posiadacze obligacji zamiennych na akcje mieli zostać uznani również za akcjonariuszy.

75. Jak słusznie stwierdza rząd hiszpański, art. 29 ust. 1 dyrektywy 77/91 nie mówi o oferowaniu nowych akcji „włącznie" akcjonariuszom. Nie jest to również sensem i celem prawa pierwszeństwa akcjonariuszy, którego dotyczy niniejsza sprawa. W tym zakresie wywody rządu hiszpańskiego są chybione. Przeciwnie, chodzi o przyznanie na mocy ustawy pozycji prawnej [36], która w przypadku podwyższenia kapitału pozwala akcjonariuszom nabyć z pierwszeństwem akcje nowej emisji. Dyrektywa nakłada na prawodawcę hiszpańskiego w ramach transpozycji do prawa krajowego obowiązek wprowadzenia ustawowych warunków gwarantujących to pierwszeństwo. Odpowiada to jego obowiązkowi zapewnienia praktycznej skuteczności dyrektyw przy uwzględnieniu realizowanych przez nie celów [37]. Tych ustawowych warunków wszakże brak, jeżeli posiadacze obligacji zamiennych na akcje mogą podważyć prawo pierwszeństwa do objęcia akcji przez akcjonariuszy, a wyraźnie chronione przez dyrektywę prawo akcjonariuszy nie będzie przy tym respektowane [38].

36 — Zdaniem J. Natterera, op.cit. (przypis 8), s. 68, prawo pierwszeństwa nie wymaga natomiast ustawowego zarządzenia. Prawo pierwszeństwa pod względem czysto teoretycznym jest naturalnym prawem członka każdej osoby prawnej istniejącym w oparciu o kapitał.

37 — Zgodnie z utrwalonym orzecznictwem transpozycja dyrektywy musi rzeczywiście zapewniać jej pełne stosowanie (zobacz w tym duchu m.in. wyroki z dnia 9 września 1999 r. w sprawie C-217/97 Komisja przeciwko Niemcom, Rec. s. I-5087, pkt 31; z dnia 16 listopada 2000 r. w sprawie C-214/98 Komisja przeciwko Grecji, Rec. s. I-9601, pkt 49 i z dnia 11 lipca 2002 r. w sprawie C-62/00 Marks & Spencer, Rec. s. I-6325, pkt 26.

38 — Zobacz dla porównania stan prawny w Niemczech i Austrii. Na podstawie art. 187 niemieckiej i art. 154 austriackiej ustawy o spółkach akcyjnych posiadaczom obligacji zamiennych mogą wprawdzie zostać przyznane prawa do pierwszeństwa [objęcia] nowych akcji, jednakże wyłącznie bez uszczerbku dla prawa pierwszeństwa akcjonariuszy. Uregulowanie to sprawia, że prawo pierwszeństwa akcjonariuszy pozostaje nienaruszone.

76. Artykuł 158 ust. 1 LSA jest niezgodny z celem art. 29 ust. 1 dyrektywy 77/91 polegającym na zapewnieniu akcjonariuszom prawa pierwszeństwa. Jak wspomniano na wstępie, prawo to ma na celu ochronę akcjonariusza przed rozwodnieniem jego udziału w kapitale zakładowym spółki akcyjnej [39]. Cel ten będzie wszakże zniweczony, jeżeli również posiadacze obligacji zamiennych na akcje uzyskają prawo pierwszeństwa i tym samym przy emisji nowych akcji w ramach podwyższenia kapitału spółki będą konkurować z akcjonariuszami [40].

77. Wykonanie tego prawa umożliwia im bowiem nabycie udziałów w kapitale zakładowym bez konieczności uprzedniej zamiany na akcje ich obligacji zamiennych na akcje. Skutkiem tego akcjonariusze ryzykują rozwodnienie swoich udziałów na rzecz posiadaczy obligacji zamiennych na akcje, mimo że ci ostatni w danym przypadku nie spełniają warunków zamiany swoich obligacji określonych przez walne zgromadzenie. Ryzyko zmniejszenia udziału i tym samym pogorszenia pozycji akcjonariuszy istnieje tym bardziej wtedy, gdy posiadacze obligacji zamiennych na akcje spełniają warunki zamiany na akcje, zwłaszcza że mają oni wówczas dwie różne możliwości nabycia udziałów w spółce. Skutkiem tego byłoby uprzywilejowanie posiadaczy obligacji zamiennych na akcje na niekorzyść akcjonariuszy [41].

78. Z powyższych rozważań wynika, że przyznając prawo pierwszeństwa do objęcia akcji w przypadku podwyższenia subskrybowanego kapitału poprzez wniesienie wkładów pieniężnych nie tylko akcjonariuszom, ale także posiadaczom obligacji zamiennych na akcje, art. 158 ust. 1 LSA jest niezgodny zarówno z brzmieniem, jak również z celem art. 29 ust. 1 dyrektywy 77/91.

79. W konsekwencji zarzut drugi jest zasadny.

3. W przedmiocie zarzutu trzeciego

80. W ramach swojego trzeciego zarzutu Komisja podnosi naruszenie art. 29 ust. 6 w związku z art. 29 ust. 1 dyrektywy 77/91,

39 — Zobacz pkt 45 niniejszej opinii.

40 — Zdaniem K. Grechenig, op.cit. (przypis 9), pkt 4, s. 583, prawo pierwszeństwa akcjonariuszy do objęcia akcji zostaje wyraźnie ograniczone, jeżeli inni inwestorzy dysponują równoważnymi prawami. M.J. Castellano Ramírez, op.cit. (przypis 21), s. 829, przypis 135, widzi w pewnych przypadkach dyskryminację akcjonariuszy, jeżeli na skutek konkurowania z posiadaczami obligacji zamiennych na akcje zmniejszają się ich możliwości nabycia nowych akcji. Wskazuje ona na krytykę tego uregulowania w piśmiennictwie hiszpańskim.

41 — F.J. Alonso Espinosa, *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas* (red. Ignacio Arroyo i José Miguel Embid), tomo III, art. 292, 293 i 294, s. 2815, wskazuje również na niebezpieczeństwo nadmiernego uprzywilejowania posiadaczy obligacji zamiennych na akcje na niekorzyść akcjonariuszy.

ponieważ art. 293 ust. 2 LSA przyznaje prawo pierwszeństwa do subskrypcji obligacji zamiennych na akcje nie tylko akcjonariuszom, ale także posiadaczom obligacji zamiennych na akcje wcześniejszych emisji.

81. Jak już stwierdzono, art. 29 ust. 1 tej samej dyrektywy przyznaje prawo pierwszeństwa do nabycia akcji wyłącznie akcjonariuszom. Z art. 29 ust. 6 dyrektywy 77/91 wynika ponadto, że ust. 1–5 mają zastosowanie do emisji wszystkich papierów wartościowych zamiennych na akcje. To odesłanie do art. 29 ust. 1 należy rozumieć w ten sposób, że dyrektywa 77/91 przyznaje prawo pierwszeństwa do subskrypcji obligacji zamiennych na akcje wyłącznie akcjonariuszom [42].

82. Tymczasem art. 293 ust. 2 LSA stanowi, że to samo prawo przysługuje posiadaczom obligacji zamiennych na akcje wcześniejszych emisji. W związku z tym również tu należy stwierdzić, że ustawodawstwo krajowe wykracza poza to, co przewiduje dyrektywa 77/91. To przekroczenie określonych przez prawo wspólnotowe ram regulacyjnych stanowi w każdym bądź razie naruszenie dyrektywy 77/91, ponieważ wywołuje skutki niekorzystne dla akcjonariuszy.

83. Stosownie do sytuacji opisanej już w ramach drugiego zarzutu również w odniesieniu do nabycia obligacji zamiennych na akcje istnieje bowiem konkurencja pomiędzy akcjonariuszami i posiadaczami obligacji zamiennych na akcje wcześniejszych emisji. W tym względzie odpowiednio zastosowanie mają moje wywody dotyczące zarzutu drugiego.

84. W związku z powyższym zarzut trzeci jest zasadny.

4. W przedmiocie zarzutu czwartego

85. W ramach swojego czwartego zarzutu Komisja podnosi naruszenie art. 29 ust. 6 w związku z art. 29 ust. 4 dyrektywy 77/91, ponieważ LSA nie przewiduje możliwości postanowienia przez walne zgromadzenie o wyłączeniu prawa pierwszeństwa do subskrypcji obligacji zamiennych na akcje.

86. Artykuł 29 ust. 4 dyrektywy 77/91 przewiduje, że walne zgromadzenie może na bliżej określonych warunkach wyłączyć w drodze uchwały prawo pierwszeństwa akcjonariuszy. Na podstawie art. 29 ust. 6 dyrektywy 77/91 przepis ten stosuje się również do prawa pierwszeństwa akcjonariuszy w odniesieniu do emisji papierów wartościowych zamiennych na akcje.

42 — Podobnie również D. Vásquez Albert, op.cit. (przypis 7), s. 1698.

87. Jeżeli chodzi o transpozycję wyżej wymienionych przepisów prawa wspólnotowego do prawa hiszpańskiego, to należy stwierdzić, że art. 159 LSA przewiduje wyraźnie prawo walnego zgromadzenia do postanowienia o wyłączeniu prawa pierwszeństwa. Natomiast art. 293 LSA, który przyznaje akcjonariuszom prawo do subskrypcji z zachowaniem pierwszeństwa obligacji zamiennych na akcje, nie przewiduje tego samego prawa walnego zgromadzenia do wyłączenia prawa pierwszeństwa w odniesieniu do tych papierów wartościowych. Podczas bowiem, gdy na podstawie art. 293 ust. 3 LSA do prawa pierwszeństwa do subskrypcji obligacji zamiennych na akcje zastosowanie mają przepisy art. 158 LSA, odesłanie to nie obejmuje art. 159 LSA. W tym kontekście należy zgodzić się z Komisją, że hiszpańska LSA jako akt państwa członkowskiego transponujący przepisy dyrektywy odbiega co najmniej pod względem brzmienia od wymogów dyrektywy.

88. Również wywody rządu hiszpańskiego, zgodnie z którymi zachodzi potrzeba dokonania wykładni systemowej przepisów LSA, aby móc stwierdzić, że hiszpańskie prawo spółek akcyjnych przewiduje wyłączenie prawa pierwszeństwa do subskrypcji obligacji zamiennych na akcje, nie mogą podważyć tego wniosku. Rząd hiszpański nie wyjaśnił w szczególności, dlaczego art. 293 ust. 3 LSA nie odsyła bezpośrednio do centralnego uregulowania art. 159 LSA, dotyczącego wyłączenia prawa pierwszeństwa, co przemawiałoby raczej za reprezentowaną przez niego wykładnią.

89. Jestem świadoma, że badając zgodność przepisu prawa krajowego z prawem wspólnotowym, decydujące jest nie tylko brzmienie tego przepisu, lecz że należy ponadto brać po uwagę wykładnię tego przepisu dokonywaną przez sądy krajowe [43]. Poprzez to, że odzwierciedla ono wykładnię ustawy wiążącą dla wszystkich podmiotów prawa, orzecznictwo w danym państwie członkowskim okazuje się niezbędnym kryterium dla oceny transpozycji i wykładni prawa krajowego zgodnych z prawem wspólnotowym. Jednakże rząd hiszpański nie przedstawił niczego, co mogłoby wskazywać na zgodną z prawem wspólnotowym wykładnię LSA dokonywaną przez sądy najwyższych instancji, a tym bardziej na dominujące stanowisko w doktrynie [44]. Zamiast tego powołał się on na swoją własną wykładnię ustawy, nie usuwając w pełni pozostających wątpliwości dotyczących prawidłowej transpozycji dyrektywy. W świetle procesowych reguł rozkładu ciężaru dowodu jego argumenty nie mogą

43 — K. Lenaerts/D. Arts/I. Maselis, *Procedural Law of the European Union*, 2 nd ed., London 2006, pkt 5-056, s. 162, wskazują, że zakres krajowych ustaw, rozporządzeń lub przepisów administracyjnych powinien być oceniany w świetle wykładni, którą nadają im sądy krajowe. Wykładnia prawa krajowego zgodna z prawem wspólnotowym była, jak już wspomniano w przypisie 27 niniejszej opinii, przedmiotem wniosku niemieckiego Bundesgerichtshof o wydanie orzeczenia w trybie prejudycjalnym w sprawie C-42/95 Siemens przeciwko Nold.

44 — Rzeczywiście wydaje się, iż niektórzy hiszpańscy autorzy prezentowali pogląd, że prawo pierwszeństwa subskrypcji obligacji zamiennych na akcje ze względu na brak odesłania w art. 293 ust. 3 LSA do art. 159 LSA nie mogło być wyłączone (tak choćby F. Vicent Chulia, *Compendio crítico de derecho mercantil*, 3ª ed., Barcelona 1991, s. 800). Dzisiaj większość hiszpańskiej doktryny wyraźnie opowiada się za systemową i teleologiczną wykładnią tej normy, względnie co najmniej za analogicznym stosowaniem art. 159 LSA do prawa pierwszeństwa posiadaczy obligacji zamiennych na akcje (zob. F. J. Alonso Espinosa, op.cit. (przypis 40), art. 293, s. 2818 i nast.; K. Grechenig, op.cit. (przypis 9), nr 4, s. 584). Stosowanie analogii zakłada jednakże istnienie niezamierzonej luki prawnej. W swej skardze Komisja kwestionuje właśnie istnienie luki prawnej.

więc zostać uznane za dostatecznie uzasadnione.

90. Pomijając to, podzielam pogląd Komisji, że wymienionym wyżej uregulowaniom krajowym brakuje w każdym razie minimum określoności i jasności, i w związku z tym nie spełniają one wymogów pewności prawa i przejrzystości.

91. Wprawdzie transpozycja dyrektywy do prawa krajowego nie wymaga bezwzględnie, aby jej przepisy były formalnie i dosłownie skopiowane w wyraźnym specjalnym przepisie ustawowym [45], niemniej jednak zgodnie z utrwalonym orzecznictwem w celu zapewnienia pełnego stosowania prawa wspólnotowego państwa członkowskie powinny nie tylko doprowadzić swoje ustawodawstwo do zgodności z prawem wspólnotowym, lecz ponadto powinny stworzyć tak określoną, jasną i przejrzystą sytuację, aby jednostka mogła w pełnym zakresie określić swoje prawa i powołać się na nie przed sądami krajowymi [46]. Poprzez to, że z art. 293 ust. 3 LSA nie wynika jednoznacznie, że walne zgromadzenie może postanowić o wyłączeniu prawa pierwszeństwa do subskrypcji obligacji zamiennych na akcje, prawodawca hiszpański nie dokonał prawidłowej transpozycji art. 29 ust. 6 w związku z art. 29 ust. 4 dyrektywy 77/91.

92. Tym samym również ten zarzut jest zasadny.

## VII — W przedmiocie kosztów

93. Zgodnie z art. 69 § 2 regulaminu kosztami zostaje obciążona strona przegrywająca sprawę. Ponieważ Królestwo Hiszpanii co do zasady przegrało sprawę, należy je obciążyć kosztami.

45 — Wyroki z dnia 15 marca 1990 r. w sprawie C-339/87 Komisja przeciwko Niderlandom, Rec. s. I-851, pkt 25; z dnia 28 lutego 1991 r. w sprawie C-131/88 Komisja przeciwko Niemcom, Rec. s. I-825, pkt 8 i z dnia 30 maja 1991 r. w sprawie C-59/89 Komisja przeciwko Niemcom, Rec. s. I-2607, pkt 18.

46 — Zobacz podobnie, w odniesieniu do dyrektyw, wyroki z dnia 28 lutego 1991 r. w sprawie C-360/87 Komisja przeciwko Włochom, Rec. s. I-791, pkt 12 i z dnia 15 czerwca 1995 r. w sprawie C-220/94 Komisja przeciwko Luksemburgowi, Rec. s. I-1589, pkt 10. Zobacz ponadto wyroki z dnia 18 stycznia 2001 r. w sprawie C-162/99 Komisja przeciwko Włochom, Rec. s. I-541, pkt 22–25 i z dnia 6 marca 2003 r. w sprawie C-478/01 Komisja przeciwko Luksemburgowi, Rec. s. I-2351, pkt 20.

## VIII — Wnioski

94. Na podstawie powyższych rozważań proponuję, aby Trybunał:

— stwierdził, iż nie dokonując prawidłowej transpozycji dyrektywy 77/91/EWG, Królestwo Hiszpanii uchybiło zobowiązaniom ciążącym na nim na mocy tej dyrektywy, a w szczególności:

a) jej art. 29 ust. 1 — przyznając prawo pierwszeństwa do objęcia akcji w przypadku podwyższenia subskrybowanego kapitału poprzez wniesienie wkładów pieniężnych nie tylko akcjonariuszom, ale także posiadaczom obligacji zamiennych na akcje;

b) jej art. 29 ust. 6 w związku z art. 29 ust. 1 — przyznając prawo pierwszeństwa do subskrypcji obligacji zamiennych na akcje nie tylko akcjonariuszom, ale także posiadaczom obligacji zamiennych na akcje wcześniejszych emisji;

c) jej art. 29 ust. 6 w związku z art. 29 ust. 4 poprzez brak postanowienia, iż walne zgromadzenie akcjonariuszy może postanowić o wyłączeniu prawa pierwszeństwa do subskrypcji obligacji zamiennych na akcje;

— w pozostałym zakresie oddalił skargę jako bezzasadną;

— obciążył Królestwo Hiszpanii kosztami postępowania.