ЗАКЛЮЧЕНИЕ НА ГЕНЕРАЛНИЯ АДВОКАТ
Г-ЖА V. TRSTENJAK
представено на 4 септември 2008 година [1]

I — Въведение

1. Предмет на настоящото дело е иск за установяване на неизпълнение на задължения от държава членка, предявен от Комисията на Европейските общности на основание член 226 ЕО, с който тя иска от Съда да установи, че Кралство Испания не е изпълнило задълженията си по членове 29 и 42 от Директива 77/91/ЕИО на Съвета от 13 декември 1976 година [2] (наричана понататък „Директива 77/91“), като не е транспонирало правилно в националното си законодателство нейните разпоредби.

2. Искът се отнася до различни аспекти на преференциалното право на акционерите на записване на акции при увеличаване на капитала на дружествата, и по-специално до правните условия за изключване на преференциалното право, до съответствието с общностното право на национално законодателство, което предоставя такова преференциално право и на притежателите на облигации, конвертируеми в акции [3], както и до установените от общностното право условия, които следва да се спазват при определянето на емисионната цена на новите акции.

II — Нормативна уредба

A — *Общностно право*

3. Правното основание на Директива 77/91 е член 44, параграф 2, буква ж) ЕО, по силата на който Съветът и Комисията координират гаранциите, установени

1 — Език на оригиналния текст: немски.

2 — Втора директива 77/91/ЕИО на Съвета от 13 декември 1976 година за съгласуване на гаранциите, които се изискват в държавите членки за дружествата по смисъла на член 58, втора алинея от Договора, за защита на интересите както на съдружниците, така и на трети лица по отношение на учредяването на акционерни дружества и поддържането и изменението на техния капитал с цел тези гаранции да станат равностойни (ОВ L 26, 1977 г., стр. 1; Специално издание на български език, 2007 г., глава 17, том 1, стр. 8).

3 — Освен правото да му се върне дадената сума, облигациите, конвертируеми в акции, предоставят на кредитора и особеното право да превърне облигациите в акции или да запише нови акции (вж. Nagele, N., *Kommentar zum Aktiengesetz* (ed. Peter Jabornegg/Rudolf Strasser), 4. ed., Wien, 2002, III. (§§ 145—273 AktG), pt. 5, p. 5; Peifer, K.-N., *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, 2. ed., 2005, § 186 AktG, pt. 33; Hüffer, U., *Aktiengesetz*, 8. ed., vol. 53, § 160 AktG, pt. 12; Holland, B., „Die Bedienung von Wandelanleihen aus genehmigtem Kapital“, *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht*, 2006, Heft 23, p. 892; Kocbek, M., *Veliki komentar Zakona o gospodarskih družbah / ZGD-1* (ed. Marijan Kocbek), vol. 2, Ljubljana, 2007, Art. 371, p. 664). От финансова гледна точка облигациите, конвертируеми в акции, са хибридни ценни книжа, поради това че първоначално, в качеството си на облигации, гарантират фиксиран доход, а в случай на превръщане в акции гарантират променлив доход (вж. Tapia Hermida, A. J., „Obligaciones convertibles“, *Diccionario de Derecho de Sociedades* (ed. Carmen Alonso Ledesma), Madrid, 2006, p. 820 et seq.).

в държавите членки в интерес на съдружниците и трети лица, с цел тези гаранции да станат равностойни.

4. Текстът на второто и петото съображение от Директива 77/91 е следният:

„като има предвид, че за да се гарантира минимална равностойна защита на акционерите и кредиторите на акционерните дружества, особено значение има съгласуването на националните разпоредби, свързани с тяхното учредяване и с поддържането, увеличаването или намаляването на техния капитал;

[…]

като има предвид, че за целите на член [44, параграф 2, буква ж) ЕО] е нужно законите на държавите членки, свързани с увеличаването или намаляването на капитала, да гарантират съблюдаването и хармонизирането на принципите на равно третиране на акционерите с еднакво положение и на защита на кредиторите, чиито вземания предхождат решението за намаляването.“

5. Член 29 от Директива 77/91 гласи:

„1. Когато капиталът се увеличава срещу парична вноска, акциите трябва да бъдат предложени за [преференциално записване] на акционерите пропорционално на участието им в капитала, представено от вече притежаваните от тях акции.

[…]

4. [Преференциалното право] не може да бъде ограничено или отменено от устава или учредителния акт. Това обаче може да бъде сторено с решение на общото събрание. Ръководният или управителният орган трябва да бъде задължен да представи пред събранието писмен доклад, който посочва причините за ограничаването или отмяната на [преференциалното право] и обосновава предложената емисионна цена. Общото събрание действа в съответствие с правилата за кворум и мнозинство, установени в член 40. […]

[…]

6. Параграфи от 1 до 5 се прилагат към емитирането на всички ценни книжа,

които могат да бъдат превръщани в акции или дават правото да се запишат акции, но не и към превръщането на тези ценни книжа или упражняването на правото на записване.“

6. Член 42 от Директива 77/91 гласи:

„За целите на въвеждането на настоящата директива законите на държавите членки гарантират равното третиране на всички акционери с еднакво положение.“

„При увеличаване на дружествения капитал чрез издаване на нови акции, обикновени или привилегировани, настоящите акционери и притежателите на конвертируеми облигации могат да упражнят в предоставения за тази цел от управителния орган на дружеството срок, който не може да бъде по-малък от 15 дни, считано от публикуване на съобщението за предложението за записване на новата емисия в *Boletín Oficial del Registro Mercantil* [Официален бюлетин на Търговския регистър] при дружествата, които се котират на борсата, и от един месец в останалите случаи, правото си да запишат брой акции, пропорционален на номиналната стойност на акциите, които притежават, или — ако притежават конвертируеми облигации — които биха притежавали, ако в този момент са се възползвали от възможността да ги превърнат в акции.“

Б — *Национално право*

7. Директива 77/91 е транспонирана в испанското право с членове 158, 159 и 293 от Кралски законодателен декрет 1564/1989 от 22 декември 1989 г. относно приемането на изменения текст на Закона за акционерните дружества (Ley de Sociedades Anónimas, наричан по-нататък „ЗАД“).

8. Член 158, параграф 1 от ЗАД признава преференциалното право на записване в случай на увеличаване на капитала на акционерните дружества чрез издаване на нови акции:

9. Член 159 от ЗАД урежда изключването на преференциалното право по член 158:

„1. Ако интересите на дружеството го изискват, при вземане на решение за увеличаване на капитала общото събрание може да одобри пълната или частична отмяна на преференциалното право на записване. За да направи това, то трябва да спазва разпоредбите на член 144 и да следи:

а) предложението за отмяна на преференциалното право на записване и видът на новата емисия акции да

бъдат упоменати в поканата за общото събрание;

b) към момента на поканата за общо събрание на акционерите да бъде предоставен посоченият в член 144, параграф 1, буква c) доклад на управителния орган, в който подробно трябва да бъдат обосновани предложението и видът на емисията акции, с посочване на лицата, за които са предназначени акциите, както и доклад, изготвен на отговорност на управителния орган, от одитор, определен за тази цел от търговския регистър и различен от отговарящия за одита на счетоводните отчети на дружеството, относно разумната стойност на акциите на дружеството, относно теоретичната стойност на преференциалното право на записване, чието упражняване се предлага да бъде отменено, и относно разумния характер на данните от доклада на управителния орган;

c) номиналната стойност на издаваните акции, евентуално увеличена с емисионната премия, да съответства на разумната стойност съобразно посочения в точка b) по-горе доклад на одиторите. Когато става въпрос за дружество, което се котира на борсата, под разумна стойност се разбира пазарната стойност, която следва да се изчисли въз основа на борсовия курс, освен ако не е налице изключение, което следва да бъде обосновано.

В случай обаче на дружества, които се котират на борсата, от момента, в който общото събрание на акционерите разполага с доклада на управляващия орган и с изискуемия по точка b) по-горе доклад на одитора — доклади, които в такъв случай трябва да посочват нетната балансова стойност на акциите — общото събрание може свободно да определи емисионната цена на новите акции, при условие че е по-висока от нетната балансова стойност на акция съобразно доклада на този одитор. Общото събрание може да определи и само процедурата за фиксиране на тази цена.

[…]“

10. Член 293 от ЗАД урежда преференциалното право на записване на облигации, конвертируеми в акции:

„1. Акционерите на дружеството имат преференциално право на записване на конвертируемите облигации.

2. Притежателите на по-рано издадени конвертируеми облигации разполагат със същото право, в предвиденото от правилата за превръщане съотношение.

3. Член 158 от настоящия закон се прилага за преференциалното право на записване на конвертируеми облигации.“

III — Досъдебна процедура

11. С официално уведомително писмо от 15 март 2004 г. Комисията обръща внимание на испанските власти върху наличието на известни несъответствия при транспонирането на Директива 77/91 със ЗАД.

12. В писмения си отговор от 10 март 2004 г. испанското правителство оспорва наличието на каквото и да било противоречие между въпросния закон и Директива 77/91.

13. Като преценява, че този отговор е незадоволителен, на 5 януари 2005 г. Комисията изпраща на испанското правителство мотивирано становище, като му определя двумесечен срок, в който да извърши необходимите промени в националното законодателство.

14. След това на 4 март 2005 г. испанското правителство изпраща на Комисията писмо, съставено от министерството на икономиката и финансите, с което отказва да изпълни исканията на Комисията.

15. Като приема, че внесените от испанското правителство разяснения не са удовлетворителни, Комисията решава да предяви настоящия иск.

IV — Производството пред Съда и исканията на страните

16. В исковата молба, постъпила в секретариата на Съда на 4 август 2006 г., Комисията моли Съда:

— да установи, че като не е транспонирало правилно Директива 77/91/ЕИО на Съвета от 13 декември 1976 година за съгласуване на гаранциите, които се изискват в държавите членки за дружествата по смисъла на член 58, втора алинея от Договора, за защита на интересите както на съдружниците, така и на трети лица по отношение на учредяването на акционерни дружества и поддържането и изменението на техния капитал с цел тези гаранции да станат равностойни, Кралство Испания не е изпълнило задълженията си по посочената директива, и по-специално по следните членове от нея:

а) член 42, във връзка с член 29, параграфи 1 и 4, като е дало право на общото събрание на акционерите да одобрява издаването на нови акции без преференциално право на записване, на цена, по-ниска от разумната им стойност;

— да осъди Кралство Испания да заплати съдебните разноски.

17. Кралство Испания моли Съда:

б) член 29, параграф 1, като е предоставило преференциално право на записване на акции при увеличаване на записания капитал чрез парични вноски не само на акционерите, но и на притежателите на облигации, конвертируеми в акции;

— да отхвърли иска,

— да осъди Комисията да заплати съдебните разноски.

в) член 29, параграф 6, във връзка с член 29, параграф 1, като е предоставило преференциално право на записване на облигации, конвертируеми в акции, не само на акционерите, но и на притежателите на предходно издадени облигации, конвертируеми в акции;

18. Комисията подава писмената си реплика на 4 декември 2006 г. След като срокът му е продължен, испанското правителство подава писмената си дуплика на 6 февруари 2007 г.

г) член 29, параграф 6, във връзка с член 29, параграф 4, като не е предвидило общото събрание на акционерите да може да вземе решение за отмяна на преференциалното право на записване на облигации, конвертируеми в акции,

19. С определение на председателя на Съда от 18 януари 2007 г. по силата на член 93, параграф 1 от Процедурния правилник Обединено кралство Великобритания и Северна Ирландия, Република Полша и Република Финландия са допуснати да встъпят в подкрепа на исканията на Кралство Испания. Те представят писмени становища.

20. След като нито една от страните не поисква откриването на устна фаза на производството, изготвянето на настоящото заключение става възможно след общото събрание на Съда от 29 април 2008 г.

V — Правни основания и основни доводи на страните

21. Комисията посочва общо четири твърдения за нарушения срещу Кралство Испания.

А — *По първото твърдение за нарушение*

22. С първото си правно основание *Комисията* посочва нарушение на принципа на равно третиране на акционерите по член 42 от Директива 77/91, поради това че в случай на увеличаване на капитала при изключване на преференциалното право на записване член 159, параграф 1, буква c) от ЗАД позволява да се определи емисионна цена на новите акции, значително по-ниска от пазарната им стойност.

23. По-специално Комисията подчертава, че по силата на член 159, параграф 1, буква c) от ЗАД общото събрание на акционерите на котирано на борсата дружество може да реши да издаде акции при всякаква цена, но все пак само ако тази цена е по-висока от нетната балансова стойност. Според Комисията обаче нетната балансова стойност може да бъде с 20 %, а дори и с 80 % по-ниска от пазарната стойност. В това отношение Комисията сочи законодателствата на други държави членки, които разрешават определяне на емисионна цена на новите акции само с 5—10 % по-ниска от пазарната цена.

24. Поради това Комисията стига до извода, че член 159, параграф 1, буква c) от ЗАД нарушава член 42 от Директива 77/91, поради това че що се отнася до котираните на борсата дружества, разрешава явна дискриминация между акционерите, придобили своите акции по пазарна стойност, и новите акционери, на които дружеството дава възможност да придобият акции на цена, която е значително по-ниска от пазарната стойност (и следователно „не е разумна“).

25. На първо място *Кралство Испания* изтъква, че ЗАД определя условия за изключване на преференциалното право на записване, които в действителност са по-строги от условията по Директива 77/91. От една страна, както подчертават и *Република Полша, Обединеното кралство* и *Република Финландия*, ЗАД предвиждал минимален праг на емисионната цена, която при всички положения не

можела да бъде по-ниска от нетната балансова стойност на акциите. От друга страна, ЗАД предвиждал и изготвянето на доклад от независим одитор заедно с доклада на управителния орган на дружеството.

26. Кралство Испания поддържа, че поради това Комисията неправилно стигнала до извода, че член 159, параграф 1, буква c), втора алинея от ЗАД позволявал определянето на „неразумно ниска цена“ спрямо пазарната стойност на въпросните акции. Според Кралство Испания всъщност параграф 1 установявал единствено оборимата презумпция, че „разумната стойност“ на акцията на котирано на борсата дружество съответства на нейната „пазарна стойност“. Въпреки това общото събрание на акционерите можело да определи емисионна цена, по-ниска от „пазарната стойност“, което не поставяло под съмнение разумния ѝ характер, когато това било обосновано предвид посочените по-горе доклади.

27. Освен това *Кралство Испания*, *Република Полша* и *Обединеното кралство* изтъкват, че дискриминация между настоящите и потенциалните акционери, които придобиват членство в котирано на борсата дружество след увеличаване на капитала, не била възможна, поради това че тези две категории акционери не били в сходно положение. Според тях поради борсовите котировки и флуктуациите на фондовия пазар всеки акционер придобивал акциите си на различна цена в зависимост от датата на придобиване и съответните котировки. Затова било нормално някои акционери да са придобили акциите си на по-ниска или по-висока от емисионната стойност цена.

28. Освен това както *Кралство Испания*, така и *Република Полша* подчертават, че член 159, параграф 1, буква c) от ЗАД изисква одобрение от общото събрание на акционерите, като в това отношение трябвало да се спазват същите изисквания за кворум и мнозинство като при изменение на устава.

29. В допълнение *Обединеното кралство* застъпва тезата, че не може да става въпрос за различно третиране, тъй като цената на акцията била само икономически елемент. Според него дори да се допусне, че е налице неравно третиране, то при всички положения било обосновано от финансовия интерес на дружеството от увеличаването на капитала.

30. *Република Финландия* счита, че за преценката дали съществува неравно третиране било необходимо да се вземат

предвид всички обстоятелства във връзка с издаването на нови акции.

31. *Република Полша* застъпва тезата, че възможността за издаване на нови акции при по-ниска от пазарната стойност цена не трябвало да се разглежда в светлината на принципа на равно третиране, а от гледна точка на принципа, по силата на който органите на дружеството трябва да действат в интерес на самото дружество.

Б — *По второто твърдение за нарушение*

32. С второто си правно основание *Комисията* сочи неизпълнение на член 29, параграф 1 от Директива 77/91, поради това че в случай на увеличаване на записания капитал с парични вноски член 158, параграф 1 от ЗАД предоставя преференциално право на записване на акции не само на акционерите, но и на притежателите на облигации, конвертируеми в акции.

33. Според нея член 29, параграф 1 от посочената директива изисква новите акции „да бъдат предложени за [преференциално записване] на акционерите пропорционално на участието им в капитала, представено от вече притежаваните от тях акции“. Тъй като облигациите, конвертируеми в акции, не са част от записания капитал на дружеството, преференциалното право на записване, което ЗАД предоставя на притежателите на облигации, конвертируеми в акции, не позволявало нови акции да се предлагат на акционерите пропорционално на притежаваното от тях участие в дружеството. Поради това такава разпоредба била в противоречие с преследваната от Директивата цел да се премахне всякакъв риск от размиване на участието на съществуващите акционери в капитала. Такава мярка не била и необходима за защитата на интересите на притежателите на облигации, конвертируеми в акции.

34. *Кралство Испания* застъпва тезата, че предлаганото от Комисията буквално тълкуване на член 29, параграф 1 от Директива 77/91 е в противоречие с текста на самата разпоредба, тъй като според него акциите се предлагат „преференциално“ на акционерите, което обаче не означавало, че по силата на тази разпоредба те трябва да се предлагат „само“ на акционерите. Освен това Директивата не предвиждала нищо за облигациите, конвертируеми в акции.

35. Обратно, *Кралство Испания* и *Република Полша* се произнасят в полза на телеологичното тълкуване на тази разпоредба, за да се осигури защита не само на притежателите на облигации, конвертируеми в акции, но и на потенциалните нови акционери на дружеството и да се поддържа стойността на запазените за тях акции. По този начин се избягвала и възможността издателят да упражни влияние относно (изгодния) момент за превръщане.

36. Накрая, *Република Полша* подчертава също, че Директива 77/91 има за цел и защитата на „трети лица“, т.е. лица, които в определени случаи може да се приравнят на акционери, например притежателите на облигации, конвертируеми в акции. Освен това целта на Директивата била да се гарантира само минимално равнище на защита, като държавите членки запазвали възможността да приемат по-строги мерки за защита.

В — *По третото твърдение за нарушение*

37. *Комисията* установява, че поради същите съображения като изложените в рамките на второто твърдение за нарушение член 293, параграф 2 от ЗАД нарушава член 29, параграфи 1 и 6 от Директива 77/91, доколкото предоставя преференциално право на записване на облигации, конвертируеми в акции, не само на акционерите, но и на притежателите на по-рано издадени облигации, конвертируеми в акции.

38. *Кралство Испания* и *Република Полша* се позовават на вече изложените от тях доводи във връзка с второто твърдение за нарушение и подчертават, че няма основание за буквално тълкуване на посочената директива като направеното от Комисията.

Г — *По четвъртото твърдение за нарушение*

39. *Комисията* възразява срещу нарушение на член 29, параграф 6 във връзка с член 29, параграф 4 от Директива 77/91, тъй като ЗАД не предвиждал възможност общото събрание на акционерите да вземе решение за изключване на преференциалното право на записване на облигации, конвертируеми в акции.

40. Тя подчертава, че член 293, параграф 3 от ЗАД действително се позовава на член 158 от ЗАД, но изобщо не препраща към член 159 от ЗАД, който именно уреждал възможността за изключване на преференциалното право на записване. Според нея дори чрез систематично тълкуване да може да се изключи преференциалното право на акционерите при записване на облигации, конвертируеми в акции, това не променяло факта, че в настоящата си редакция член 293 от ЗАД пораждал съмнения и несигурност за отделните акционери, поради което не можело да се счита, че транспонира правилно Директива 77/91, най-малкото понеже изобщо не било установено, че испанските юрис-

дикции действително ще прилагат подобно систематично тълкуване.

41. *Кралство Испания* сочи, че систематичното тълкуване на член 293 от ЗАД водело до един-единствен извод, а именно че общото събрание на акционерите може да изключи преференциалното право на акционерите на записване на облигации, конвертируеми в акции, тъй като всяко друго разрешение било абсолютно нелогично.

42. *Република Финландия* подчертава, че целта на Директива 77/91 при всички положения била да се осигури минимална хармонизация и че дори ако общото събрание на акционерите не можело да изключи преференциалното право на акционерите на записване на облигации, конвертируеми в акции, това не било в противоречие с Директива 77/91.

VI — Правни съображения

A — *Предварителни бележки*

43. До настоящия момент на сближаването на материалното дружествено право на държавите членки са посветени 13 директиви и предложения за директиви [4]. Сред тях е и Директива 77/91, приета на 13 декември 1976 г., която по-специално е насочена към сближаване на законодателствата на държавите членки във връзка с учредяването на акционерните дружества, а също и с внасянето и поддържането на минималния им капитал, известна още с наименованието „Директива относно движението на капитали“ [5].

44. Член 29, параграф 1 от Директива 77/91 закрепва на общностно равнище преференциалното право на акционерите

4 — До момента са приети и са транспонирани във вътрешното право на държавите членки десет директиви за хармонизация в областта на дружественото право в тесен смисъл (вж. Kindler, P., *Münchener Kommentar zum BGB*, 4. ed., 2006, vol. 11, pt. 33; Behrens, P., *Handbuch des EU-Wirtschaftsrechts*, vol. 1, München, 2004, E. III, pt. 10, p. 10, както и Trstenjak, V. et Kocbek, M., *Evropsko pravo gospodarskih družb*, Ljubljana, 2004, 31—50).

5 — Основното значение на Директива 77/91 се състои в това, че на общностно равнище закрепва принципа на основния капитал, характерен за европейското континентално право: тъй като акционерите не отговарят лично за задълженията на дружеството, с оглед на защитата на кредиторите то трябва да разполага с минимален капитал, който освен това да е гарантиран чрез строги правила за поддържането на капитала. Следователно Директивата определя не само минималния капитал, но едновременно и преди всичко подробните правила относно паричните и непаричните вноски, придобиването на собствени акции на дружеството, обезсилването на акции и промените в капитала чрез увеличаването или намаляването му. Доколкото урежда и непаричните вноски и поддържането на гаранционния капитал, Директивата впрочем не е насочена само към защитата на кредиторите. Както е видно от второто и петото съображение от нея, в случая става дума преди всичко за защитата на акционерите. Тази цел се обслужва по-специално от разпоредбите относно участието на общото събрание в решенията във връзка с капитала и задълженията за предоставяне на информация в случай на сериозни загуби, установяването на преференциално право на записване в полза на акционерите в случай на увеличаване на капитала и кодифициране на принципа на равно третиране. В допълнение Директива 77/91 урежда основни въпроси, свързани с учредяването на акционерното дружество. В това отношение следва да се изтъкнат разпоредбите относно минималните изисквания за съдържанието на устава, учредителния акт или съответния отделен документ (вж. Habersack, M., *Europäisches Gesellschaftsrecht*, 3. ed., München, 2006, 3—4, p. 129 et seq., и Lutter, M., *Europäisches Unternehmensrecht*, 4. ed., Berlin, 1996, p. 109 et seq.).

на записване на акции при увеличаване на капитала. Следва обаче да се напомни, че в някои държави членки преференциалното право на записване вече има дълги традиции, които датират от средата на XIX век [6]. В сравнителното право е общоприето, че произходът на това субективно право е в законодателството на Обединеното кралство, но че след средата на XX век поне в европейския контекст то е повлияно от развитието на правните системи на Германия, Франция и Италия [7]. Свързаната с Директива 77/91 хармонизация на дружественото право на държавите членки води до необходимостта други държави членки, които до този момент не познават в рамките на правните си системи това право, или поне не му придават повелителен характер, да въведат посоченото преференциално право на записване, което силно допринася за разпространението и уеднаквяването му и извън границите на Европейския съюз.

45. При увеличаване на капитала преференциалното право на записване предоставя на акционера възможността да придобие част от новите акции, която съответства на притежавания от него до момента дял от капитала, и по този начин му позволява да запази процента на дяловото си участие [8]. В този смисъл той има правото участието му в дружествения капитал на акционерното дружество да остане в същото процентно съотношение, каквото е било участието му в основния капитал. По тази причина преференциалното право по традиция се счита за ефикасен механизъм за защита на отделните акционери и на миноритарните акционери срещу неблагоприятните последици, които може да предизвика издаването на нови акции при увеличаването на капитала. Сред тях са загубата на свързани с качеството акционер права от икономическо естество (например намаляване на правото на дивидент) или от политическо естество като правото на участие във вземането на решения (например ограничаване на правото на глас), както и на други права, които не са от икономическо естество (като правото на информация, правото да се свиква общото събрание на акционерите) [9].

6 — За изследване на развитието на преференциалното право на записване в правния ред на Германия, Италия, Франция, Белгия, Португалия, Швейцария и Обединеното кралство вж. Vásquez Albert, D., „El derecho de suscripción preferente en Europa“, *Revista de derecho de sociedades*, № 11 (1999), 79—131.

7 — Вж. Vásquez Albert, D., „El derecho de suscripción preferente en el Derecho Comunitario“, *Revista de derecho mercantil*, № 230 (1998), p. 1693. В това отношение германският закон за акционерните дружества е оказал влияние както върху структурата, така и върху нормативното съдържание на Директива 77/91, което създава известни затруднения при транспонирането ѝ от държавите членки, принадлежащи към правното семейство на *common law* (вж. Trstenjak, V., et Kocbek, M., op. cit., p. 34, и Schutte-Venstra, J. N., *Harmonisatie van het kapitaalbeschermingsrecht in de EEG*, Apeldoorn, 1991, p. 16).

8 — Вж. Natterer, J., *Kapitalveränderung der Aktiengesellschaft, Bezugsrecht der Aktionäre und sachlicher Grund*, Bielefeld 2000, p. 8; Peifer, K.-N., op. cit., § 186 AktG, pt. 16; *Lamy Sociétés Commerciales* (ed. Mestre, J. et Velardocchio, D.), Rueil-Malmaison 2008, p. 1835. Вж. Решение от 19 ноември 1996 г. по дело Siemens (C-42/95, Recueil, стр. I-6017, точка 19), в което Съдът разглежда предназначението на преференциалното право, а именно да се избегне намаляването на процентното съотношение на участието на акционерите в основния капитал на дружеството.

9 — Вж. в този смисъл Grechenig, K., „Discriminating Shareholders through the Exclusion of Pre-emption Rights?“, *European company and financial law review*, vol. 4 (2007), № 4, p. 577. Yanes Yanes, P., in: „Derecho de suscripción preferente“, *Diccionario de Derecho de Sociedades* (ed. Alonso, C., Ledesma), Madrid, 2006, p. 511 et Davies, P., in: *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*, 7. ed., London, 2003, p. 631 et seq., подчертават, че преференциалното право на записване изпълнява две функции. От една страна, то трябва да защитава акционерите от размиване на икономическия им дял в дружеството. От друга страна, това право трябва да ги защитава от изгубване на влияние над работите на дружеството. Pisani Massamormile, A., in: „Aumento del capitale sociale“, *Armonie e disarmonie nel diritto comunitario delle società di capitali*, vol. 1, Milano, 2003, p. 714, разграничава две функции на преференциалното право на записване — функция във връзка с управлението (предвид относителната тежест на гласа на всеки акционер при вземането на решения) и функция във връзка с имуществените отношения (предвид правото на всеки акционер да участва в печалбата).

46. Директива 77/91 възприема тези правни съображения, доколкото гарантира спазването на правата на акционерите и на трети лица в частност при учредяването на дружеството, както и при увеличаването или намаляването на капитала му. В съответствие с целите на член 44, параграф 2, буква ж) ЕО, който е негово правно основание, преференциалното право на записване гарантира минимално равнище на защита на акционерите във всички държави членки [10].

Б — *Анализ на твърденията за нарушения*

1. По първото твърдение за нарушение

47. Що се отнася до разпределянето на тежестта за излагане на фактите и доказване, следва най-напред да се припомни, че в рамките на иск за установяване на неизпълнение на задължения на основание член 226 ЕО задължение на Комисията е да докаже наличието на неизпълнение на задължения по общностното право. Освен това тя трябва да представи пред Съда необходимите доказателства, въз основа на които последният да провери дали е налице неизпълнение на задължения, без Комисията да може да се основава на каквато и да било презумпция [11]. От своя страна държавата членка, която е ответник, трябва подробно и по същество да оспори представените данни и произтичащите от тях последици [12].

48. С първото си правно основание Комисията твърди нарушение на принципа на равно третиране на акционерите, уреден в член 42 във връзка с член 29, параграфи 1 и 4 от Директива 77/91. Комисията счита, че посочените разпоредби не са изпълнени, доколкото в член 159, параграф 1, буква с) от ЗАД спорното национално законодателство позволява в случай на увеличаване на капитала при изключване на преференциалното право на записване да се определи емисионна цена на новите акции, която е по-ниска от пазарната им стойност.

49. Член 159, параграф 1, буква с) от ЗАД определя някои условия за изключване на преференциалното право на записване. Съгласно тази разпоредба цената на издаваните акции трябва да отговаря на „разумната стойност“, произтичаща от

10 — Вж. Решение от 30 май 1991 г. по дело Karella и Karellas (C-19/90 и C-20/90, Recueil, стр. I-2691, точки 25 и 30) и Решение от 24 март 1992 г. по дело Syndesmos Melon tis Eleftheras Evangelikis Ekklissias и др. (C-381/89, Recueil, стр. I-2111, точки 27 и 32).

11 — Вж. Решение от 12 май 2005 г. по дело Комисия/Белгия (C-287/03, Recueil, стр. I-3761, точка 27), Решение от 14 април 2005 г. по дело Комисия/Германия (C-341/02, Recueil, стр. I-2733, точка 35), Решение от 29 май 2001 г. по дело Комисия/Италия (C-263/99, Recueil, стр. I-4195, точка 27), Решение от 8 март 2001 г. по дело Комисия/Германия (C-68/99, Recueil, стр. I-1865, точка 38), Решение от 23 октомври 1997 г. по дело Комисия/Франция (C-159/94, Recueil, стр. I-5815, точка 102) и Решение от 25 май 1982 г. по дело Комисия/Нидерландия (96/81, Recueil, стр. 1791, точка 6).

12 — Вж. Решение от 22 септември 1988 г. по дело Комисия/Гърция (272/86, Recueil, стр. 4875, точка 21).

доклада на управителния орган по член 159, параграф 1, буква b) от ЗАД. За дружествата, които се котират на борсата, по принцип следва да се вземе предвид борсовата стойност, освен ако не е обосновано да се вземе под внимание друга стойност.

50. Както обаче отбелязва Комисията, член 159, параграф 1, буква c), втора алинея от ЗАД предвижда важно изключение по отношение на котираните на борсата дружества, съгласно което общото събрание на акционерите може да вземе решение да издаде акции при каквато и да било цена, при положение че тя надвишава нетната балансова стойност на акция. В това отношение Комисията подчертава, че стойността на акцията може да бъде значително по-ниска от борсовата стойност, за която самият ЗАД предполага, че отговаря на пазарната стойност, а следователно и на „разумната стойност“ на акцията. От това Комисията прави извод, че по този начин испанският законодател изрично предоставя на общото събрание на акционерите право по своя преценка да одобри решение за издаване на нови акции, с което се отменя преференциалното право на записване, като новите акции се предлагат на цена под пазарната стойност, т.е. под стойността, която самият испански законодател определя като „разумна“.

51. В тази разпоредба Комисията открива явна дискриминация на акционерите, които са придобили акциите си на пазарна цена, спрямо новите акционери, придобили акциите си под пазарната стойност. Според нея първите претърпяват неблагоприятни икономически последици, доколкото трябва да приемат намаляването или размиването на стойността на своите акции поради предоставеното на новите акционери „намаление“.

52. На тези доводи на Комисията обаче може да се отговори, че колкото и спорна на пръв поглед да изглежда поради съображения за защита на акционерите [13], разпоредбата на член 159, параграф 1, буква c), втора алинея от ЗАД не е в противоречие с разпоредбите на Директива 77/91.

53. Както посочих във встъпителната част, целта на Директива 77/91 е да се гарантира единствено минимално равнище на защита на акционерите в цялата Общност. От една страна, това произтича от нормативната формулировка на правното ѝ основание, а от друга страна — от второто съображение от Директивата, съгласно което „за

13 — Grechenig, K., in: *Spanisches Aktien- und GmbH-Recht — Das einstufige Verwaltungssystem in Beziehung zur Hauptversammlung und zu Gesellschafterrechen*, Wien, 2005, p. 136, действително описва разпоредбата на член 159, параграф 1, буква c), втора алинея от ЗАД като спорна поради съображения за защита на акционерите, като в този смисъл посочва настоящото производство срещу Кралство Испания за установяване на неизпълнение на задължения от държава членка, но въпреки това не приема, че е налице дискриминационно третиране на акционерите.

да се гарантира минимална равностойна защита на акционерите [...] на дружества[-та], особено значение има съгласуването на националните разпоредби, свързани с [...] увеличаването [...] на техния капитал“ [14].

54. Освен това следва да се отбележи, че Директива 77/91 не съдържа нито една разпоредба, която да въвежда задължение за издаване на нови акции на „пазарна цена“, нито пък на „разумна цена“. Значението на това обстоятелство е още по-голямо, като се има предвид, че Директива 77/91 съдържа много подробни правила относно уставите на акционерните дружества.

55. Като единствена разпоредба от посочената директива, която има отношение към емисионната цена на акциите и в този смисъл до известна степен е релевантна в настоящия случай, може да се цитира член 8, по силата на който „[а]кциите не могат да се емитират на цена, по-ниска от номиналната им стойност, а когато нямат номинална стойност, от счетоводната им стойност“. За сметка на това, както основателно отбелязва Обединеното кралство, Директивата не съдържа разпоредби относно цената, на която могат да се предлагат новите акции при увеличаване на капитала.

56. Единственото, което произтича от член 29, параграф 4 от Директива 77/91, е, че управителният или ръководният орган е длъжен в писмения доклад до общото събрание на акционерите да „обоснов[е] предложената емисионна цена“. В този смисъл член 29, параграф 4 от Директива 77/91 запазва окончателното решение относно подлежащата на определяне емисионна цена за общото събрание на акционерите [15], без да установява други изисквания.

57. Освен това с предвидената в член 159, параграф 1, буква c), втора алинея от ЗАД разпоредба не се установява дискриминация на акционерите. Нормативната формулировка на принципа на равно третиране по член 42 от Директива 77/91 съответства на забрана на дискриминацията, която съгласно постоянната практика на Съда изисква да не се третират по различен начин сходни положения и да не се третират еднакво различни положения,

14 — Vásquez Albert, D. op. cit., p. 1714 подчертава, че по принцип правните системи на държавите членки предвиждат по-строги правила, отколкото общностното право. Според този автор доколкото предвижда минимални изисквания за защита, Директива 77/91 разрешава държавите членки да приемат по-строги правила. Natterer, J., „Bezugsrechtssausschluss und zweite gesellschaftsrechtliche Richtlinie“, *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, 1995, p. 1483, също счита, че Директива 77/91 въвежда минимални изисквания за защита, като в това отношение се позовава на второ съображение от нея.

15 — По силата на член 25, параграф 1 от Директива 77/91 общото събрание на акционерите взема решение за всяко увеличаване на капитала.

освен ако такова третиране не е обективно обосновано [16].

58. Комисията поддържа, че член 159, параграф 1, буква c), втора алинея от ЗАД не гарантира равно третиране на съществуващите спрямо новите акционери. С други думи, в настоящия случай тя очевидно твърди, че еднакви положения се третират по различен начин. Следва обаче да се отбележи, че само привидно [17] Комисията извежда първото си твърдение за нарушение от твърдяно неравно третиране, като в основната си част доводите ѝ почиват на изложение на потенциално неблагоприятни икономически последици за акционерите от издаването на акции под пазарната стойност [18]. В това отношение обаче тя нито посочва, нито доказва доколко съществуващите и новите акционери са в едно и също положение. Това е още по-важно, тъй като член 42 от Директива 77/91 изисква законодателствата на държавите членки да гарантират равно третиране на акционерите, стига те да са „с еднакво положение“. В този смисъл още тук се установява липсата на задълбочено разглеждане от страна на Комисията на наличието на първото условие за равно третиране [19]. Това основателно се критикува както от испанското правителство, така и от правителството на Обединеното кралство.

59. Следователно Комисията изобщо не доказва, че принципът на равно третиране по член 42 от Директива 77/91 намира приложение в случая. Само критиката на разпоредба от националното право, която евентуално може да се окаже неблагоприятна от икономическа гледна точка — което впрочем Комисията също не установява с помощта на конкретни доказателства — не би могла да замести излагането на факти, съответно на доказателства за наличието на необосновано различно третиране на сходни положения. В този смисъл Комисията не е установила фактите, тежестта за чието доказване пада върху нея.

60. Независимо от това се поставя и въпросът дали поради твърде неясната [20]

16 — Вж. Решение от 27 март 1980 г. по дело Salumi и др. (66/79, 127/79 и 128/79, Recueil, стр. 1237, точка 14), Решение от 20 септември 1988 г. по дело Испания/Съвет (203/86, Recueil, стр. 4563, точка 25), Решение от 17 април 1997 г. по дело EARL de Kerlast (C-15/95, Recueil, стр. I-1961, точка 35), Решение от 13 април 2000 г. по дело Karlsson и др. (C-292/97, Recueil, стр. I-2737, точка 39), Решение от 6 март 2003 г. по дело Niemann (C-14/01, Recueil, стр. I-2279, точка 49) и Решение от 22 юни 2006 г. по дело Белгия и Forum 187/Комисия (C-182/03 и C-217/03, Recueil, стр. I-5479, точка 170).

17 — Вж. писмената защита, точка 34.

18 — Вж. исковата молба, точка 23 и писмената защита, точки 10 и 22.

19 — Според Rosi, M., in: Calliess/Ruffert, eds., *Kommentar zu EUV/EGV*, 3. ed., 2007, „Art. 20 Grundrechtecharta“, pt. 19, p. 2629, равното третиране се установява чрез проверка на два или три етапа. Според него на първия етап трябва да се провери дали съществува различно третиране на сходни положения (или еднакво третиране на различни положения). Едва на втория етап следва да се провери дали различното (или еднаквото) третиране може евентуално да бъде обосновано. При нужда може да се окаже необходимо да се провери пропорционалността.

20 — Grechenig, K., op. cit. (бележка под линия 9), p. 581, изказва съжаление относно неясната нормативна формулировка на клаузата за равенство по член 42 от Директива 77/91. Hefermehl, W., et Bungeroth, E., in: *Aktiengesetz*, vol. 1, München 1984, § 53a, pt. 13, p. 14, критикуват обтекаемия характер на тази разпоредба. По отношение на логиката на тази клауза Grundmann, S., *Europäisches Gesellschaftsrecht*, Heidelberg 2004, pt. 325, p. 146, сочи, че принципът на равно третиране действително се прилага най-вече по въпроси относно капитала, но е формулиран общо. Ето защо се налагало конкретизирането му чрез особени правила.

си нормативна формулировка клаузата за равенство по член 42 от Директива 77/91 може да се приложи в толкова особен случай като определянето на емисионната цена на нови акции при увеличаване на капитала.

61. Към това се прибавя обстоятелството, че според преобладаващото мнение принципът на равно третиране на акционерите, признат в правните системи на няколко държави — членки на Общността, не се тълкува в смисъл на задължение дружеството да третира по еднакъв начин акционерите, а по-скоро в смисъл, че неравното третиране трябва да е обективно и достатъчно обосновано [21]. Целта на Комисията да не допусне определянето на цена на новите акции под цената на придобиване на акциите на съществуващите акционери в крайна сметка води до стриктно транспониране на принципа на равно третиране, което — както видяхме — не само не се налага от Директивата предвид липсата на ясни изисквания, но и не отговаря на действителността за дружествата, най-малкото понеже стойността, а следователно и цената на акциите на котирано на борсата дружество, винаги ще бъдат различни поради флуктуациите на фондовия пазар.

62. Както основателно отбелязват испанското правителство и правителството на Обединеното кралство, като последица от това обстоятелство всеки акционер придобива акциите си на различна цена в зависимост от датата на придобиване и тогавашния борсов курс. Следователно винаги ще има акционери, които са придобили акциите си на цена, по-ниска или по-висока от емисионната цена. Ето защо не може основателно да се твърди, че всички акционери са в еднакво положение. Освен това следва да се има предвид, че цената на акциите зависи от редица икономически фактори, например от икономическото развитие на дадено дружество, но и от състоянието на световната икономика. Освен това тя е функция от развитието на пазара, т.е. на търсенето и предлагането. Следователно различията между съществуващите и новите акционери от гледна точка на цената, на която са придобили акциите си, не са резултат от неравно третиране от страна на дружеството [22], а са последица от характерното за финансовите пазари развитие.

21 — По отношение на текста на член 53а от германския Закон за акционерните дружества („unter gleichen Voraussetzungen“), с който член 42 от Директива 77/91 е транспониран в германското право, Hefermehl, W., et Bungeroth, E.. op. cit. (бележка под линия 20) § 53a, pt. 13—14, p. 14, подчертават, че тази разпоредба допуска случаи на обосновано разграничаване. Според тези автори това позволявало да се избегне отдалечена от действителността праволинейност при прилагането на принципа на равно третиране. Ето защо авторите тълкуват това правило като забрана за произвол. Вж. в същия смисъл и Grundmann, S., op. cit. (бележка под линия 20), pt. 325, p. 146; Bujalka, E., *Der Schutz von Minderheitsaktionären bei Umstrukturierungen im deutschen und slowakischen Aktienrecht*, Frankfurt am Main 2006, p. 56; Castellano Ramírez, M. J., „Aumento del capitale sociale“, *Armonie e disarmonie nel diritto comunitario delle società di capitali*, vol. 1, Milano 2003, p. 837. Както изяснява Vásquez Albert, D., in: *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas* (ed. Arroyo, I., et Miguel Embid, J.), vol. II, „Art. 159“, p. 1671 et seq., принципът на равно третиране не се съдържа изрично в испанския Закон за акционерните дружества, а е развит главно в доктрината въз основа на правната концепция на член 42 от Директива 77/91. Според този автор принципът на равно третиране не изисква еднакво третиране на акционерите. Той забранявал само произволното или дискриминационно различно третиране, но не и обективно обоснованото различно третиране. Според този автор при увеличаване на капитала принципът на равно третиране е нарушен например когато част от новите акции са предложени на част от акционерите, а останалите акционери и акции са изключени.

22 — Именно това обаче е условие за прилагане на принципа на равно третиране в дружественото право, който по правило се прилага към отношенията между акционерното дружество и неговите акционери (вж. Herfermehl, W., et Bungeroth, E., op. cit., „§ 53a“, pt. 19, p. 16).

63. Що се отнася до критикуваната от Комисията възможност емисионната цена на новите акции да се определи под пазарната стойност, на първо място следва да се отбележи, че доводите на Комисията са белязани от недостатъка на едностранчивостта, тъй като по всичко личи, че Комисията се основава на допускането, че между съществуващите и новите акционери може да съществува неравно третиране само когато цената, на която съществуващите акционери са придобили акциите си, е отговаряла точно на пазарната стойност, докато единствено новите акционери са получили отстъпка. За сметка на това Комисията не взема становище по евентуалното прилагане на принципа на равно третиране в също така възможните хипотези, когато трети лица придобиват новите акции на дори по-висока от пазарната стойност цена или когато самите съществуващи акционери са придобили акциите си при по-ниска от пазарната цена.

64. Освен това следва да се вземе предвид обстоятелството, че възможността да се определи емисионната цена на новите акции и под пазарната стойност е разрешена не само в спорното испанско законодателство, но и в действащите законодателства на други държави членки, което Комисията признава изрично в писмената си реплика [23]. Това е така например в германското [24], френското [25], италианското [26] и словенското [27] законодателство, както и в законодателството на Обединеното кралство [28].

65. Освен това следва да се отдели особено внимание на довода, приведен както от испанското, така и от полското правителство, че Директива 77/91 и ЗАД предвиждат гаранции, за да се избегне определянето на емисионна цена, която

23 — Вж. писмената реплика, точка 16.

24 — Съгласно член 186, параграф 3, четвърто изречение от германския Закон за акционерните дружества емисионната цена не трябва „да бъде съществено по-ниска“ от борсовия курс. Член 255, параграф 1 от същия закон дава възможност да се оспорва увеличаването на капитала с вноски. Съгласно тази разпоредба когато преференциалното право на акционерите е изцяло или отчасти изключено, това оспорване може да се основава и на обстоятелството, че определената в решението за увеличаване на капитала емисионна стойност или минималната стойност, под която новите акции не могат да се предлагат, е „неразумно ниска“. Оттук може да се направи извод, че съгласно германското право е възможна отстъпка в тесни граници (Вж. в този смисъл Schlitt, M., et Seiler, O., „Aktuelle Rechtsfragen bei Bezugsrechtsemissionen“, *Wettbewerb in Recht und Praxis,* 2003, Heft 45, p. 2176).

25 — Член 7 от Декрет № 2005-112 от 10 февруари 2005 г. за изменение на Декрет № 67-236 от 23 март 1967 г. за търговските дружества и издаваните от търговските дружества ценни книжа (JORF, бр. 36, 12 февруари 2005 г., стр. 2404, текст № 30) предвижда, че емисионната цена е равна поне на средния курс от трите последни борсови сесии преди определянето, евентуално „намален с не повече от 5 %“.

26 — Член 2441, параграф 6 от италианския граждански кодекс предвижда, че емисионната цена трябва да отчита борсовия курс от последните шест месеца.

27 — Съгласно член 400, параграф 2 от словенския Закон за търговските дружества оспорването може да се основава и на обстоятелството, че определената в решението за увеличаване на капитала емисионна стойност или минималната стойност, под която новите акции не могат да се предлагат, е „неразумно ниска“ (вж. Kocbek, M., *Veliki komentar Zakona o gospodarskih družbah/ZGD-1,* ed. Kocbek, M., vol. 2, Ljubljana 2007, „Art. 400“, p. 738 et seq.).

28 — По силата на Насоките („Guidelines“) на т.нар. „Pre-emption Group“, към която се числи Лондонската фондова борса (London Stock Exchange), както и редица котирани на борсата дружества и банки, по принцип са разрешени отстъпки от 5 % спрямо пазарната стойност. По-големи отстъпки обаче не са изключени (вж. Myners, P., *Pre-emption rights on a public company's ability to raise new capital*, 8.2.2005, p. 47, достъпно на уебсайта http://www.berr.gov.uk/files/file28436.pdf). Насоките несъмнено нямат правнозадължителен характер, но все пак като цяло се спазват (вж. Gower и Davies, *The Principles of Modern Company Law*, 7. ed., London 2003, p. 637).

да е значително по-ниска от пазарната стойност. Както вече бе посочено, Директива 77/91 запазва това решение за общото събрание на акционерите [29]. По силата на член 29, параграф 4 от Директива 77/91 ръководният или управителният орган е задължен да представи пред събранието писмен доклад, който посочва причините за ограничаването или отмяната на преференциалното право и обосновава предложената емисионна цена. Член 159 от ЗАД впрочем надхвърля определените в общностното право изисквания, като освен това изисква доклад, който да е изготвен от специално назначен за целта одитор от търговския регистър и който да съдържа следните данни: 1) преценка на разумния характер на стойността на акциите, 2) оценка на стойността на изключените преференциални права и 3) проверка на точността на съдържащите се в доклада на управителния орган данни.

66. Обратно на твърденията на Комисията, общото събрание на акционерите няма безусловно право на преценка при вземането на решение за изключване на преференциалното право и за вида на емисията акции. Също както задължението за представяне на доклад по член 29, параграф 4 от Директива 77/91, предвидените в националното право допълнителни задължения за представяне на доклади целят да гарантират, че в интерес на акционерите и кредиторите решението ще бъде обективно обосновано [30]. Следователно независимо дали докладите са правнозадължителни или не, общото събрание на акционерите по необходимост трябва да вземе решение въз основа на тези доклади, доколкото това е в интерес на самите акционери. От това следва, че предвидените в член 159 от ЗАД по-строги изисквания за издаването на нови акции [31] целят да защитят акционерите и поради това не могат да се считат просто за процесуални правила [32]. Напротив, те трябва да се разглеждат като допълнителни гаранции, препятстващи определянето на неразумно ниска емисионна цена.

29 — Вж. по-горе, точка 56.

30 — Вж. в същия смисъл Bagel, F., *Der Ausschluss des Bezugsrechts in Europa*, Köln 1999, p. 352, според когото като предвижда задължение за представяне на доклад, член 29, параграф 4 от Директива 77/91 се основава на схващането, че решението на общото събрание на акционерите трябва да бъде обективно обосновано.

31 — По мое мнение тези разпоредби са в съответствие с общностното право, тъй като определят по-строги условия за защита на преференциалното право на акционерите. Съгласно практиката на Съда това е предпоставката по Директива 77/91 за приемането на по-строги правила от държавите членки. Така следва от Решение по дело Siemens (посочено в бележка под линия 8, точка 22). Предмет на това дело е преюдициално запитване, отправено от германския Bundesgerichtshof, който иска Съдът да провери съответствието с общностното право на дотогавашната му практика относно изключването на преференциалното право. След 1978 г., т.е. след влизането в сила на Директива 77/91, Bundesgerichtshof изисква претегляне на съответните интереси на мажоритарните и на миноритарните акционери и въвежда правилото, че изключването на преференциалното право трябва да бъде необходимо и пропорционално. Съдът отговаря утвърдително, като посочва съвместимостта на тази съдебна практика със защитната цел на Директивата.

32 — Вж. в този смисъл Grechenig, K., op. cit. (бележка под линия 13), 135—137, според когото изискванията на член 159 от ЗАД във връзка с изключването на преференциалното право, със задължението на дружеството за представяне на доклад пред общото събрание на акционерите и с определянето на емисионната цена са въведени с оглед на защитата на акционерите. Bagel, F., op. cit. (бележка под линия 29), p. 353, подчертава, че държавите членки са въвели допълнителни процесуално- и материалноправни условия за изключването на преференциалното право в сравнение с предвидените в член 29, параграф 4 от Директива 77/91. Според този автор повишените изисквания във връзка със задължението за представяне на доклад и с допълнителните доклади не са в противоречие с Директивата, а напротив, осигуряват по-голяма защита на акционерите и кредиторите. Това е в съответствие с тезата, застъпвана от Henze, H., in: „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, p. 249, според когото съдържанието на член 29, параграф 4 от Директива 77/91 не се ограничава с уреждането на процесуалноправни въпроси, а отчита и материалноправни фактори във връзка със защитата на миноритарните съдружници, като налага на управителите задължението да представят на общото събрание на акционерите доклад по съображенията за изключване на преференциалното право при увеличаване на капитала с парични вноски и да обосноват предлаганата емисионна цена.

67. Предвид изложеното не се установява по какъв начин член 159 от ЗАД би могъл да е в противоречие с разпоредбите на член 42 във връзка с член 29, параграфи 1 и 4 от Директива 77/91.

68. Ето защо следва първото твърдение за нарушение да се отхвърли като неоснователно.

2. По второто твърдение за нарушение

69. С второто си правно основание Комисията се позовава на неизпълнение на член 29, параграф 1 от Директива 77/91, поради това че при увеличаване на записания капитал с парични вноски член 158, параграф 1 от ЗАД предоставя преференциалното право на записване на акции не само на акционерите, но и на притежателите на облигации, конвертируеми в акции.

70. Следва да се приеме констатацията на Комисията, че доколкото предоставя преференциално право и на притежателите на облигации, конвертируеми в акции, за разлика от член 29, параграф 1 от Директива 77/91, който предвижда това право само за акционерите [33], член 158, параграф 1 от ЗАД поне според текста си е в противоречие с разпоредбата на Директивата [34], което сочи за неизпълнение на задължения по общностното право.

71. Испанското правителство признава съществуването на това противоречие с текста на Директивата [35], но същевременно изтъква, че съгласно член 29, параграф 1 от Директива 77/91 новите акции трябва да бъдат предложени „преференциално“, но не и „само“ на акционерите. Затова испанското правителство отхвърля буквалното тълкуване и вместо това предлага да се приеме тълкуване, което се основава на целите на Директива 77/91 и интересите на дружеството, а именно че притежателите на облигации, конвертируеми в акции, също се числят към лицата, до които се отнася правото по член 29, параграф 1 от Директива 77/91.

33 — От гледна точка на сравнителното право следва да се отбележи, че член 29, параграф 1 от Директива 77/91 е транспониран в Германия с член 186 и член 221, параграф 4 от Закона за акционерните дружества от 6 септември 1965 г. (BGBl I, стр. 1083, последно изменен с член 11 от Закона от 16 юли 2007 г., BGBl I, стр. 1330), а в Австрия — с членове 153 и 174 от Федералния закон от 31 март 1965 г. за акционерните дружества (BGBl, 98/1965, последно изменен с BGBl I, 42/2001). По силата на тези разпоредби единствено акционерите имат преференциално право да записват нови акции и облигации, конвертируеми в акции.

34 — Vásquez Albert, D., op. cit. (бележка под линия 7), p. 1698, Pisani Massamormile, A., op. cit. (бележка под линия 9), p. 714, и Castellano Ramírez, M. J., op. cit. (бележка под линия 21), стр. 829, основателно констатират, че член 29, параграф 1 от Директива 77/91, за разлика от член 158, параграф 1 от ЗАД, не предоставя преференциално право на притежателите на облигации, конвертируеми в акции. Castellano Ramírez разяснява, че разширяването на обхвата на това право до притежателите на конвертируеми облигации е резултат от самостоятелно решение на испанския законодател, което не е взето с оглед на транспонирането на Директива 77/91.

35 — Вж. писмената защита, точка 39.

72. По мое мнение тълкуване като предложеното от испанското правителство не само влиза в противоречие с ясния текст на член 29, параграф 1 от Директива 77/91, но и не може да бъде подкрепено чрез систематично или телеологично тълкуване на тази разпоредба.

73. Член 29, параграф 1 от Директива 77/91 ясно предвижда, че при всяко увеличаване на записания капитал акциите трябва да бъдат предложени за преференциално записване на акционерите „пропорционално на участието им в капитала, представено от вече притежаваните от тях акции“. Както основателно посочва Комисията, облигациите, конвертируеми в акции, не са част от записания капитал на дружеството. От това следва, че е невъзможно акциите да бъдат предложени пропорционално на притежателите на облигации, конвертируеми в акции.

74. За разлика от позицията на испанското правителство, понятието „акционер“ по смисъла на член 29, параграф 1 от Директива 77/91 не може да се разбира като обхващащо и притежателите на облигации, конвертируеми в акции. Напротив, от съпоставката между член 29, параграф 1 и член 29, параграф 6 от Директива 77/91 следва, че при уреждането на преференциалното право на акционерите общностният законодател напълно е съзнавал съществуването на конвертируеми облигации и на други подобни ценни книжа, най-малкото понеже в член 29, параграф 6 от Директива 77/91 става дума за „ценни книжа, които могат да бъдат превръщани в акции“. Тази разпоредба би била излишна, ако и притежателите на облигации, конвертируеми в акции, трябваше да се считат за акционери.

75. Както основателно отбелязва испанското правителство, член 29, параграф 1 от Директива 77/91 не гласи, че новите акции трябва да се предлагат „само“ на акционерите. Не това е смисълът и целта на преференциалното право на акционерите, което е предмет на настоящото дело. Ето защо в това отношение доводите на испанското правителство са без значение. Всъщност става дума за установяването със закон на такъв правен статут [36] на акционерите, че при увеличаване на капитала да могат с предимство да придобиват новоиздаваните акции. Директивата налага на испанския законодател задължение при транспонирането ѝ в националното право да създаде законовите условия за упражняването на това предимство. В това се състои задължението му да осигури практическата ефективност на директивите, като държи сметка за преследваните с тях цели [37]. Тези законови условия обаче не са налице, когато притежателите на облигации, конвертируеми в акции, могат да оспорват преференциалното право на акционерите, без да се предвиди предимство за изрично защитеното в Директивата право на акционерите [38].

36 — За сметка на това според Natterer, J., op. cit. (бележка под линия 8), p. 68, не е необходимо преференциалното право да бъде законоустановено. Според правната теория преференциалното право по-скоро било естествено право на членовете на юридическо лице, съществуващо на базата на капитал.

37 — Съгласно установената съдебна практика транспонирането на Директивата трябва действително да осигурява пълното ѝ прилагане (вж. по-специално Решение от 9 септември 1999 г. по дело Комисия/Германия, C-217/97, Recueil, стр. I-5087, точка 31, Решение от 16 ноември 2000 г. по дело Комисия/Гърция, C-214/98, Recueil, стр. I-9601, точка 49 и Решение от 11 юли 2002 г. по дело Marks & Spencer, C-62/00, Recueil, стр. I-6325, точка 26).

38 — Срв. с правното положение в Германия и Австрия. По силата на член 187 от германския Закон за акционерните дружества и член 154 от австрийския Закон за акционерните дружества наистина на притежателите на облигации, конвертируеми в акции, може да се осигури право да запишат нови акции, но само при спазване на преференциалното право на акционерите. Това правило способства да не се накърнява преференциалното право на акционерите.

76. Член 158, параграф 1 от ЗАД е в противоречие с целта на член 29, параграф 1 от Директива 77/91, която е да гарантира преференциалното право на акционерите. Както бе посочено по-горе, това право има за цел да защити акционерите от размиването на тяхното участие в капитала [39]. Постигането на тази цел обаче би било осуетено, ако се предостави преференциално право и на притежателите на облигации, конвертируеми в акции, като по този начин те се окажат в конкуренция с акционерите при издаването на нови акции в рамките на увеличаването на дружествения капитал [40].

77. Упражняването на това право им позволява именно да придобият участие в капитала, без предварително да им се налага да превръщат облигациите си в акции. Последица от това е опасността участието на акционерите в капитала да се размие в полза на притежателите на облигации, конвертируеми в акции, въпреки че последните може евентуално да не отговарят на определените от общото събрание на акционерите условия за превръщане на облигациите в акции. Опасността от намаляване на участието в капитала и следователно от влошаване на положението на акционерите е още по-голяма, когато притежателите на облигации, конвертируеми в акции, отговарят на условията за превръщане на облигациите в акции, тъй като в този случай те разполагат с две различни възможности да придобият дялово участие в дружеството. Това би създало предимство за притежателите на облигации, конвертируеми в акции, в ущърб на акционерите [41].

78. От изложеното следва, че доколкото при увеличаването на записания капитал с парични вноски предоставя преференциалното право на записване на акции не само на акционерите, но и на притежателите на облигации, конвертируеми в акции, член 158, параграф 1 от ЗАД е в противоречие както с буквата, така и с духа и целта на член 29, параграф 1 от Директива 77/91.

79. Поради това второто твърдение за нарушение е основателно.

3. По третото твърдение за нарушение

80. С третото си правно основание Комисията сочи нарушение на разпоредбата на член 29, параграф 6 във връзка с член 29, параграф 1 от Директива 77/91, поради това че член 239, параграф 2 от ЗАД предоставя преференциално право на

39 — Вж. по-горе, точка 45.

40 — Според Grechenig, K., op. cit. (бележка под линия 9), № 4, p. 583, преференциалното право на акционерите без съмнение се ограничава, ако други инвеститори се ползват с равни права. Castellano Ramírez, M. J., op. cit., (бележка под линия 21), p. 135, n. 135 счита, че акционерите могат евентуално да се окажат в неблагоприятно положение, когато поради конкуренция с притежателите на облигации, конвертируеми в акции, възможностите им да придобият нови акции се окажат намалени. Този автор се позовава на критиката на това правило в испанската доктрина.

41 — Alonso Espinosa, F. J., in: *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas* (ed. Arroyo, I., et Miguel Embid, J.), vol. III, Art. 292, 293, 294, p. 2815, също подчертава опасността от осигуряването на предимство за притежателите на облигации, конвертируеми в акции, в ущърб на акционерите.

записване на конвертируеми облигации не само на акционерите, но и на притежателите на по-рано издадени облигации, конвертируеми в акции.

81. Както вече бе установено, член 29, параграф 1 от Директива 77/91 предоставя само на акционерите преференциално право да запишат акции. Освен това от член 29, параграф 6 от посочената директива следва, че параграфи 1—5 се прилагат за издаването на всякакви ценни книжа, които могат да се превръщат в акции. Това препращане към член 29, параграф 1 трябва да се разбира в смисъл, че Директива 77/91 предоставя само на акционерите преференциално право на записване на облигации, конвертируеми в акции [42].

82. Член 293, параграф 2 от ЗАД обаче предвижда същото право и за притежателите на издадени по-рано облигации, конвертируеми в акции. В това отношение следва да се отбележи, че националното законодателство надхвърля предписаното от Директива 77/91. При всички положения това надхвърляне на пределите на общностната нормативна уредба съставлява нарушение на Директива 77/91, тъй като произвежда последици в ущърб на акционерите.

83. Както при положението, вече описано в рамките на второто твърдение за нарушение, конкуренция между акционерите и притежателите на по-рано издадени облигации, конвертируеми в акции, е налице и при придобиването на конвертируеми облигации. В този смисъл разсъжденията ми във връзка с второто твърдение за нарушение може да се приложат по аналогия.

84. Следователно третото твърдение за нарушение е основателно.

4. По четвъртото твърдение за нарушение

85. С четвъртото си правно основание Комисията сочи неизпълнение на разпоредбите на член 29, параграф 6 във връзка с член 29, параграф 4 от Директива 77/91, доколкото ЗАД не предвиждал възможност общото събрание на акционерите да вземе решение за изключване на преференциалното право на записване на облигации, конвертируеми в акции.

86. Член 29, параграф 4 от Директива 77/91 предвижда, че при точно определени условия преференциалното право на акционерите може да се изключи с решение на общото събрание. По силата на член 29, параграф 6 от посочената директива това правило се прилага и за преференциалното право на акционерите по отношение на издаването на всякакви ценни книжа, които могат да се превръщат в акции.

42 — Вж. в този смисъл Vásquez Albert, D., op. cit., (бележка под линия 7), p. 1698.

87. По отношение на транспонирането в испанското право на посочените погоре разпоредби следва да се отбележи, че член 159 от ЗАД изрично предвижда, че общото събрание на акционерите има право да вземе решение за изключване на преференциалното право. За сметка на това член 293 от ЗАД, който предоставя на акционерите преференциално право на записване на облигации, конвертируеми в акции, не предвижда същото правомощие за общото събрание на акционерите да изключи преференциалното право на записване на тези ценни книжа. Всъщност докато съгласно член 293, параграф 3 от ЗАД разпоредбите на член 158 от посочения закон се прилагат относно преференциалното право на записване на облигации, конвертируеми в акции, това препращане не обхваща и член 159 от ЗАД. При това положение следва да се приеме позицията на Комисията, че испанският ЗАД — транспониращият акт на държавата членка — поне с текста си се отклонява от разпоредбите на Директивата.

88. Този извод не може да бъде оборен с доводите на испанското правителство, че разпоредбите на ЗАД следва да се тълкуват систематично в смисъл, че испанската правна уредба на акционерните дружества предвижда изключване на преференциалното право на записване на облигации, конвертируеми в акции. Испанското правителство по-специално не разяснява защо член 293, параграф 3 от ЗАД не препраща пряко към основната норма по член 159 от ЗАД относно изключването на преференциалното право, което щеше да подкрепи защитаваното от него тълкуване.

89. Напълно съзнавам, че за да се прецени дали разпоредба на националното право е в противоречие с общностното право, следва да се вземе предвид не само текстът на посочената разпоредба, но и тълкуването ѝ от националните юрисдикции [43]. Тъй като отразява задължителното за всички правни субекти тълкуване на закона, съдебната практика в държавата членка е необходим критерий, за да се прецени дали транспониращата национална правна уредба и нейното тълкуване са в съответствие с общностното право. Испанското правителство обаче не твърди нито че върховните юрисдикции на страната тълкуват ЗАД по начин, който съответства на общностното право, нито дори че такова съответно тълкуване е преобладаващото становище в доктрината [44]. Напротив, испанското правителство се основава на собственото си тълкуване, без да опровергае изцяло оставащите

43 — Lenaerts, K., Arts, D., et Maselis, I., in: *Procedural Law of the European Union*, 2. ed., London 2006, pt. 5-056, p. 162, подчертават, че обхватът на националните законови, подзаконови и административни разпоредби трябва да се преценява в светлината на тълкуването им от националните юрисдикции. Както бе споменато в бележка под линия 31 от настоящото заключение, тълкуването на националното право в съответствие с общностното право е предмет на преюдициалното запитване на германския Bundesgerichtshof по дело Siemens (C-42/95).

44 — Всъщност някои испански автори явно са застъпвали тезата, че доколкото в член 293, параграф 3 от ЗАД няма изрично препращане към член 159 от същия закон, преференциалното право на записване на облигации, конвертируеми в акции, не може да се изключи (вж. по-специално Vicent Chulia, F., *Compendio crítico de derecho mercantil*, 3. ed., Barcelona 1991, p. 800). Днес преобладаващото мнение в испанската доктрина е по-скоро в полза на систематичното и телеологично тълкуване на тези норми или най-малкото в полза на прилагането по аналогия на член 159 от ЗАД към преференциалното право на притежателите на облигации, конвертируеми в акции (вж. Alonso Espinosa, F.J, op. cit. (бележка под линия 40), p. 2818 et seq. et Grechenig, K., op. cit. (бележка под линия 9), p. 584). Общоизвестно е обаче, че прилагането по аналогия предполага наличието на неволна празнота в правната уредба, а с иска си Комисията критикува именно наличието на празнота в правната уредба.

съмнения относно правилното транспониране на Директивата. Предвид процесуалните правила относно тежестта на доказване неговите доводи трябва да се считат за недоказани.

90. Независимо от това споделям мнението на Комисията, че посочените по-горе национални разпоредби при всички положения не са в необходимата минимална степен точни и ясни и поради това не отговарят на изискванията за правна сигурност и яснота.

91. Действително транспонирането на директивите във вътрешното право не изисква непременно формално и буквално възпроизвеждане на разпоредбите им в изрична и конкретна правна разпоредба [45]. Съгласно постоянната съдебна практика обаче, за да гарантират пълното прилагане на общностното право, държавите членки трябва не само да съгласуват законодателствата си с общностното право, но и да създадат достатъчно точно, ясно и прозрачно правно положение, позволяващо на частноправните субекти да се запознаят със своите права и да се позоват на тях пред националните юрисдикции [46]. Испанският законодател не е транспонирал правилно разпоредбите на член 29, параграф 6 във връзка с член 29, параграф 4 от Директива 77/91, доколкото от член 293, параграф 3 от ЗАД не следва по несъмнен начин, че общото събрание на акционерите може да вземе решение за изключване на преференциалното право на записване на облигации, конвертируеми в акции.

92. Ето защо и настоящото твърдение за нарушение е основателно.

VII — По съдебните разноски

93. Съгласно член 69, параграф 2 от Процедурния правилник загубилата делото страна се осъжда да заплати съдебните разноски. Тъй като Кралство Испания е загубило по по-голямата част от исканията си, то следва да бъде осъдено да заплати съдебните разноски.

45 — Вж. Решение от 15 март 1990 г. по дело Комисия/Нидерландия (C-339/87, Recueil, стр. I-851, точка 25), Решение от 28 февруари 1991 г. по дело Комисия/Германия (C-131/88, Recueil, стр. I-825, точка 8) и Решение от 30 май 1991 г. по дело Комисия/Германия (C-59/89, Recueil, стр. I-2607, точка 18).

46 — Що се отнася до директивите, вж. в този смисъл Решение от 28 февруари 1991 г. по дело Комисия/Италия (C-360/87, Recueil, стр. I-791, точка 12) и Решение от 15 юни 1995 г. по дело Комисия/Люксембург (C-220/94, Recueil, стр. I-1589, точка 10). Вж. също Решение от 18 януари 2001 г. по дело Комисия/Италия (C-162/99, Recueil, стр. I-541, точки 22—25) и Решение от 6 март 2003 г. по дело Комисия/Люксембург (C-478/01, Recueil, стр. I-2351, точка 20).

VIII — Заключение

94. Предвид изложеното по-горе предлагам на Съда:

— да установи, че като не е транспонирало правилно Директива 77/91, Кралство Испания не е изпълнило задълженията си по посочената директива, и по-специално по следните членове от нея:

а) член 29, параграф 1, като е предоставило преференциално право на записване на акции при увеличаване на записания капитал чрез парични вноски не само на акционерите, но и на притежателите на облигации, конвертируеми в акции;

б) член 29, параграф 6, във връзка с член 29, параграф 1, като е предоставило преференциално право на записване на облигации, конвертируеми в акции, не само на акционерите, но и на притежателите на предходно издадени облигации, конвертируеми в акции;

в) член 29, параграф 6, във връзка с член 29, параграф 4, като не е предвидило общото събрание на акционерите да може да вземе решение за отмяна на

преференциалното право на записване на облигации, конвертируеми в акции;

— да отхвърли иска в останалата му част като неоснователен,

— да осъди Кралство Испания да заплати съдебните разноски.