FORSLAG TIL AFGØRELSE FRA GENERALADVOKAT GIUSEPPE TESAURO

fremsat den 19. september 1996 *

1. I denne sag har Bundesgerichtshof forelagt et præjudicielt spørgsmål om fortolkningen af artikel 29, stk. 1 og 4, i Rådets andet direktiv 77/91/EØF af 13. december 1976 om samordning af de garantier, der kræves i medlemsstaterne af de i artikel 58, stk. 2, i traktaten nævnte selskaber til beskyttelse af såvel selskabsdeltagernes som tredjemands interesser, for så vidt angår stiftelsen af aktieselskabet samt bevarelse af og ændringer i dets kapital, med det formål at gøre disse garantier lige byrdefulde [1] (herefter »det andet direktiv«).

De fællesskabsretlige regler og national ret

2. I direktivets artikel 29, stk. 1, bestemmes følgende: »Ved enhver forhøjelse af den tegnede kapital, der sker ved indskud *i kontanter*, skal aktierne fortrinsvis tilbydes aktionærerne i forhold til den del af kapitalen, som deres aktier repræsenterer« [2].

I henhold til artikel 29, stk. 4, kan fortegningsretten kun ophæves eller begrænses ved en beslutning på generalforsamlingen (der træffer afgørelse efter reglerne om beslutningsdygtighed og flertal i artikel 40 [3]). I så fald skal selskabets direktion eller bestyrelse forelægge generalforsamlingen »en skriftlig beretning, som anfører årsagerne til begrænsningen eller ophævelsen af fortegningsretten og begrunder den foreslåede emissionskurs«.

Den forelæggende ret ønsker navnlig oplyst, om dens praksis for, at en generalforsamlingsbeslutning om ophævelse aktionærernes fortegningsret til nye aktier i forbindelse med en kapitalforhøjelse mod *apport*indskud, kun er lovlig, såfremt bestemte betingelser er opfyldt, er forenelig med de nævnte bestemmelser. Disse betingelser er strengere end dem, der er fastsat i selve direktivet med hensyn til ophævelse af fortegningsretten, selv om den eneste situation, der er reguleret i direktivet, er kapitalforhøjelser, der sker ved indskud *i kontanter*.

Direktivet indeholder derimod ikke bestemmelser om fortegningsret til aktier, der udstedes mod *apport*indskud.

* Originalsprog: italiensk.

1 — EFT L 26, s. 1.

2 — Min fremhævelse.

3 — Med et flertal, som ikke må være mindre end to tredjedele af de stemmer, der er knyttet enten til de repræsenterede aktier eller den repræsenterede tegnede kapital. I den nationale lovgivning kan det dog bestemmes, at et simpelt flertal af de nævnte stemmer er tilstrækkeligt, når mindst halvdelen af den tegnede kapital er repræsenteret.

3. Som det fremgår af forelæggelseskendelsen, foreskriver de relevante nationale bestemmelser en pligt til forlods at tilbyde nye aktier til de selskabsdeltagere, som anmoder herom, såvel i tilfælde af kapitalforhøjelser, der sker mod kontantindskud som i tilfælde af kapitalforhøjelser mod apportindskud [4].

Fortegningsretten kan ophæves ved beslutning på generalforsamlingen på betingelse af, at direktionen [5] forelægger denne en skriftlig beretning med angivelse af begrundelsen for ophævelse og af emissionskursen for de nye aktier [6].

Bundesgerichtshof's praksis

4. I henhold til den retspraksis, som er omhandlet i denne sag, gælder der for lovligheden af generalforsamlingsbeslutninger om ophævelse af selskabsdeltagernes fortegningsret i forbindelse med kapitalforhøjelser en række betingelser ud over dem, der fastlagt i det andet direktiv.

Bundesgerichtshof har navnlig i en dom af 13. marts 1978 [7], som drejede sig om en kapitalforhøjelse mod apportindskud, fastslået, at fortegningsretten alene kan ophæves, såfremt dette af saglige grunde kan anses for berettiget i selskabets interesse under fornøden hensyntagen til konsekvenserne for de aktionærer, for hvem fortegningsretten ophæves. Efterprøvelsen af denne betingelse omfatter både en afvejning af selskabs- og aktionærinteresser og en proportionalitetsbedømmelse.

I en senere dom af 19. april 1982 [8] fastholdt Bundesgerichtshof denne praksis, idet den desuden udtalte, at hvis generalforsamlingen træffer afgørelsen om ophævelse af fortegningsretten i selve den beslutning, hvorved direktionen bemyndiges til at forhøje kapitalen, skal de nævnte betingelser allerede på dette tidspunkt være så konkret fastlagt og fremlagt, at generalforsamlingen kan foretage en endelig vurdering.

Faktiske omstændigheder og det præjudicielle spørgsmål

5. Den 28. marts 1991 bemyndigede generalforsamlingen for Siemens AG (herefter

4 — § 186 sammenholdt med § 183 i Aktiengesetz.

5 — »Der Vorstand« i tyske kapitalselskaber. »Der Vorstand« har i denne sammenhæng på visse punkter beføjelser, der udøves af bestyrelserne i andre landes kapitalselskaber.

6 — Jf. ovennævnte § 186 i Aktiengesetz, hvori der endvidere er fastlagt forskellige formelle betingelser.

7 — Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen (BGHZ) 71, 40.

8 — BGHZ 83, 319. Sagen drejede sig i lighed med den foreliggende sag om en kapitalforhøjelse med bemyndigelse til direktionen.

»sagsøgte« eller »det sagsøgte selskab«) direktionen til i tidsrummet frem til den 1. marts 1996 at forhøje selskabskapitalen med indtil nominelt 300 mio. DM ved udstedelse af stamaktier mod kontant- eller apportindskud.

I beslutningen, hvorved generalforsamlingen tillige vedtog en samtidig ændring af vedtægterne, bestemtes det udtrykkeligt, at aktionærernes fortegningsret til nye aktier blev ophævet.

6. I beretningen, som direktionen havde forelagt generalforsamlingen med anmodning om tilladelse til at gennemføre kapitalforhøjelsen, henvistes der til direktionens behov for at råde over egne aktier uden at skulle gå over børsen. I beretningen oplystes det desuden, at den yderligere kapital skulle udnyttes i to situationer: »For det første skal der som i forudgående år kunne tilbydes aktier til medarbejderne. Derudover skal selskabet have mulighed for i passende enkelttilfælde at erhverve kapitalandele mod stamaktier i Siemens AG. Dette hensyn varetages gennem forslaget om fravigelse af aktionærernes fortegningsret.«

Henry Nold (herefter »sagsøgeren«), der er minoritetsaktionær i det sagsøgte selskab, har anlagt sag med påstand om ophævelse af generalforsamlingsbeslutningen. Til støtte herfor har han bl. a. anført, at ophævelsen af aktionærernes fortegningsret til de nye aktier ikke var sagligt berettiget, og at hverken beslutningen eller beretningen indeholdt nogen begrundelse. Beslutningen eller beretningen indeholdt heller ikke oplysninger om emissionskursen for aktierne, således som krævet efter loven.

7. Bundesgerichtshof, der behandler hovedsagen i sidste instans, har anført, at en anvendelse af den ovenfor omtalte nationale retspraksis i den foreliggende sag vil medføre, at den omtvistede beslutning ophæves, fordi de foreskrevne betingelser ikke er opfyldt. Ifølge den forelæggende ret var de nødvendige forudsætninger for en ophævelse af fortegningsretten endnu ikke tilstrækkeligt konkret fastlagt på tidspunktet for afholdelsen af generalforsamlingen, hvorfor denne ikke var i stand til at foretage den foreskrevne afvejning af de berørte interesser.

Den nationale ret har imidlertid udtrykt tvivl med hensyn til foreneligheden af denne praksis med de nævnte bestemmelser i det andet direktiv, eftersom der ifølge praksis stilles strengere betingelser end i direktivet for så vidt angår spørgsmålet om lovligheden af en ophævelse af fortegningsretten (ganske vist kun i relation til den ene situation, der udtrykkeligt er reguleret i direktivet, dvs. kapitalforhøjelse mod kontantindskud). Bundesgerichtshof fandt, at sagens udfald afhang af en fortolkning af fællesskabsreg-

lerne og har derfor udsat sagen for at forelægge Domstolen følgende spørgsmål:

»Er det foreneligt med Rådets andet direktiv af 13. december 1976 (77/91/EØF, EFT L 26 af 31.1.1997, s. 1), særlig direktivets artikel 29, stk. 1 og 4, at lovligheden af en generalforsamlingsbeslutning, der angår en kapitalforhøjelse mod apportindskud under samtidig ophævelse af aktionærernes fortegningsret, underkastes en indholdsmæssig kontrol på grundlag af principperne i de afgørelser, der er offentliggjort i Entscheidungen des Bundesgerichtshof's in Zivilsachen, bind 71, s. 40, og bind 83, s. 319?« [9]

8. Trods ordlyden af spørgsmålet rejser den foreliggende sag i realiteten to forskellige, men dog forbundne, problemer vedrørende foreneligheden med det andet direktiv, for det første for så vidt angår de tyske *bestemmelser*, der i modsætning til det andet direktiv også foreskriver obligatorisk fortegningsret i forbindelse med kapitalforhøjelser mod apportindskud, og for det andet for så vidt angår den omhandlede retspraksis.

9. Inden jeg behandler disse spørgsmål vil jeg dog fremsætte en indledende bemærkning. Det er uomtvistet, at de tyske bestemmelser, herunder navnlig § 186 i Aktiengesetz, hvis ordlyd i det væsentlige svarer til det andet direktivs (med den ene undtagelse, at direktivet kun vedrører kontantindskud), tillader ophævelse af aktionærernes fortegningsret til nye aktier bl. a. på betingelse af, at der i den pågældende beslutning er fastsat (og begrundet) en emissionskurs for aktierne.

Imidlertid fremgår det forholdsvis klart af forelæggelseskendelsen, at denne betingelse ikke synes at have været overholdt i denne sag. Således synes hverken ordlyden af beslutningen eller af direktionens beretning til generalforsamlingen at indeholde oplysninger om emissionskursen for de nye aktier i afsnittene vedrørende ophævelsen af fortegningsretten (der er citeret i forelæggelseskendelsen), selv om der — som nævnt — er tale om en kapitalforhøjelse mod såvel apport- som kontantindskud. Dette forhold, som sagsøgeren har påberåbt sig (tilsyneladende forgæves), kan vise sig at være afgørende for udfaldet af bedømmelsen af den omtvistede beslutning. En dom, hvorved en beslutning kendes lovlig, vil således — når beslutningen er truffet uden at overholde de betingelser, som er fastsat i nationale bestemmelser, der for deres vedkommende er baseret på bestemmelserne i et fællesskabsdirektiv — ville således kunne rejse problemer angående foreneligheden med selve direktivet.

9 — Som det fremgår, vedrører spørgsmålet — i henhold til den forelæggende rets formulering — kun kapitalforhøjelser, der sker mod apportindskud. Jeg mener dog, at det kan lægges til grund, at den omtvistede retspraksis tillige finder anvendelse på situationer, hvor kapitalforhøjelser sker mod kontantindskud; i hvert fald synes der ikke at bestå åbenlyse grunde til at begrænse den til blot at vedrøre den første af de to situationer. Domstolens svar vil derfor, ganske vist indirekte, tillige angå lovligheden af denne retspraksis i relation til sådanne tilfælde.

Den nationale ret har dog ikke forelagt dette aspekt af det præjudicielle spørgsmål, og jeg skal derfor kun tage stilling til spørgsmålet, således som det er angivet ovenfor under punkt 8.

10. Spørgsmålet om, hvorvidt bestemmelserne i det andet direktiv er udtømmende eller ej, eller med andre ord, i hvilket omfang det i medlemsstaternes retsordener er tilladt at supplere eller udfylde direktivets konkrete bestemmelser, har jeg tidligere behandlet udførligt i mit forslag til afgørelse i Meilikesagen [10], såvel i almindelighed som i relation til specifikke spørgsmål.

Ved den lejlighed bemærkede jeg, at en blot overfladisk analyse af bestemmelserne i det andet direktiv viser, at nogle af disse er formuleret på en sådan måde, at de udelukker ethvert skøn og enhver indgriben fra den nationale lovgivers side, trods ordlyden af anden betragtning til direktivet, hvorefter formålet med direktivet blot er at sikre »et *mindstemål af ligelig beskyttelse*« [11] såvel af aktieselskabernes aktionærer som af deres kreditorer.

11. Problemet kan således ikke løses abstrakt. Tværtimod skal der tages hensyn til hver enkelt bestemmelse i direktivet og den samlede regulering af hvert enkelt område. Der bør herved henses til den i mine øjne væsentlige omstændighed, at interesserne for de retssubjekter (kreditorer og aktionærer), som direktivet har til formål at beskytte, ikke altid er sammenfaldende, idet en større beskyttelse af den ene gruppe kan være til skade for den anden.

Med andre ord skal der i den foreliggende sag først tages stilling til ordlyden af og *formålet* med den omhandlede bestemmelse. Såfremt konklusionen herpå er, at bestemmelsen ikke er udtømmende, således at den ikke på forhånd udelukker ethvert skøn for den nationale lovgivningsmyndighed, skal det dernæst undersøges, om nationale bestemmelser (eller en national retspraksis), der er strengere end bestemmelsen selv, idet anvendelsen heraf medfører en mere effektiv beskyttelse for den ene af de to grupper af retssubjekter, ikke vil have en negativ indvirkning på beskyttelsen af den anden gruppes interesser.

12. Det er hensigtsmæssigt at tage udgangspunkt i den faktiske ordlyd. Det andet direktivs artikel 29, stk. 1, bestemmer som nævnt, at aktionærerne »ved enhver forhøjelse af den tegnede kapital, der sker ved indskud i kontanter«, har en fortegningsret til de nye aktier i forhold til deres respektive del af

10 — Forslag til afgørelse fremsat den 8.4.1992 (Sml. I, s. 4897, navnlig punkt 12 og 17-21). Det bemærkes dog, at Domstolen ikke tog stilling til dette punkt, idet den anså de spørgsmål, den forelæggende ret havde rejst, for at være »af hypotetisk karakter«, og derfor fandt det ufornødent at træffe afgørelse om sagens realitet (dom af 16.7.1992, sag C-83/91, Sml. I, s. 4871).

11 — Min fremhævelse.

kapitalen. Samme artikel indeholder yderligere bestemmelser, herunder om vilkårene for udøvelse af fortegningsretten og om betingelserne for ophævelse af fortegningsretten (stk. 3 og 4). Artiklen indfører således en ordning, som gælder for fortegningsretten i det særlige tilfælde, hvor kapitalforhøjelserne sker ved indskud i kontanter, men den er tavs med hensyn til kapitalforhøjelser, der sker mod apportindskud.

Jeg anser det dog for udelukket, at der skulle være tale om en »forglemmelse«. Direktivet indeholder således flere bestemmelser, hvori der under udtrykkelig hensyntagen til de særlige omstændigheder ved indskud »i form af andre værdier end kontanter« foreskrives detaljerede og specifikke regler for indskud af denne type (jf. f. eks. artikel 9, stk. 2, artikel 10, 11 og 27).

13. Af den blotte omstændighed, at der i den pågældende bestemmelse ikke henvises til apportindskud, kan det i øvrigt ikke umiddelbart udledes, at fællesskabslovgiver har haft til hensigt at begrænse den foreskrevne ordning til *udelukkende* at gælde for kapitalforhøjelser mod kontantindskud, og derved forbyde medlemsstaterne også at lade ordningen omfatte kapitalforhøjelser mod apportindskud (eller indføre eller opretholde en særlig ordning herfor).

Det må således antages, at fællesskabslovgiver ved udelukkende at foreskrive en pligt til at tilbyde nye aktier til aktionærerne i forbindelse med kontantindskud ganske enkelt har taget hensyn til den situation, som er fælles for de fleste medlemsstaters retsordener. I vidt omfang er fortegningsretten her stærkt begrænset eller ligefrem udelukket i forbindelse med apportindskud [12], og dette skyldes hovedsagelig de praktiske vanskeligheder, som udøvelsen af fortegningsretten i sidstnævnte tilfælde kan give anledning til, da indskuddet ikke er fungibelt.

14. Endvidere er der i de retsordener, hvor en fortegningsret ikke er obligatorisk eller ligefrem er begrænset eller udelukket i forbindelse med aktier, der udstedes mod apportindskud, som hovedregel udtrykkeligt truffet bestemmelse om en sådan udelukkelse i form af en undtagelse. Derimod er direktivet som allerede nævnt flere gange tavst på dette punkt.

Den pågældende bestemmelses ordlyd giver således efter min opfattelse ikke holdepunkter for at fastslå, at den skal fortolkes som

12 — Jf. f. eks. artikel 2441, stk 4, i den italienske codice civile, der lyder: »Fortegningsretten gælder ikke i forbindelse med nye aktier, der i henhold til beslutningen om kapitalforhøjelsen skal udstedes mod apportindskud.« Der findes tilsvarende bestemmelser bl. a. i den franske, belgiske, nederlandske, luxembourgske, britiske, irske, græske og portugisiske lovgivning.

indeholdende et forbud for medlemsstaterne mod tillige at foreskrive en obligatorisk fortegningsret i forbindelse apportindskud i tilfælde, hvor de finder dette hensigtsmæssigt.

15. Derimod giver en gennemgang af bestemmelsens *formål* holdepunkter for en besvarelse af det forelagte spørgsmål. Som nævnt foreskriver bestemmelsen, at aktionærerne i forbindelse med en kapitalforhøjelse (der sker ved indskud i kontanter) i forhold til tredjemand har fortrinsret til at tegne nye aktier. Formålet hermed er at garantere aktionærernes ret til at opretholde deres forholdsmæssige andel af kapitalen uændret.

Som det vil ses, er der tale om en ret, som tilkommer en aktionær i sin egenskab af aktionær, og denne ret kan som nævnt begrænses under overholdelse af bestemte vilkår, og når der foreligger konkrete hensyn, som kan efterprøves objektivt.

16. Under disse omstændigheder kan jeg ikke se, at en national bestemmelse, der sikrer en mere effektiv beskyttelse af aktionærerne ved at give dem mulighed for at opretholde deres forholdsmæssige andel i selskabets kapital uændret, *selv* i tilfælde af en kapitalforhøjelse mod apportindskud, skulle stride mod hverken ordlyden af eller formålet med det andet direktiv. Tværtimod kan den bidrage til bedre at nå direktivets målsætninger [13].

I øvrigt er en udelukkelse af fortegningsretten i forbindelse med apportindskud, selv om den som anført er reguleret ved lov i flertallet af medlemsstaterne, blevet kritiseret i den juridiske litteratur, netop på grund af det misbrug til skade for minoritetsaktionærer, som den kan medføre, navnlig når det egentlige formål med kapitalforhøjelsen i højere grad er en ny selskabsdeltagers indtræden i selskabet end selve indskuddet [14].

17. Fortolkes direktivet derimod som jeg foreslår, dvs. således, at det er tilladt for medlemsstaterne at regulere fortegningsretten således, at den også er obligatorisk i andre situationer end dem, som er fastsat udtrykkeligt, må det efter min opfattelse nødvendigvis konstateres, at medlemsstaterne ligeledes har ret til at fastsætte og nærmere angive, i hvilke situationer fortegningsretten kan ophæves.

13 — Der er reelt tale om samme tankegang, som er lagt til grund for mit forslag til afgørelse i Pafitis-sagen (forslag til afgørelse fremsat den 9.11.1995, Sml. I, s. 1349) og for Domstolens dom i samme sag. Ved denne lejlighed bekræftede Domstolen den absolutte gyldighed af det princip om generalforsamlingens enekompetence for så vidt angår ændringer i selskabskapitalen, som er fastlagt i det andet direktivs artikel 25, stk. 1 (dom af 12.3.1996, sag C-441/93, Sml. I, s. 1347.

14 — Jf. f. eks. Di Sabato: *Manuale delle Società*, Torino, 1990, s. 582 ff.

Dette gælder så meget mere for den relevante tyske retspraksis i denne sag, der som nævnt er strengere end direktivet på dette punkt, idet en generalforsamlingsbeslutning om ophævelse af fortegningsretten er undergivet flere betingelser end dem, som er fastsat i direktivet (der naturligvis kun vedrører kapitalforhøjelser mod kontantindskud).

I lighed med den tyske lovgivning kan den pågældende retspraksis fra Bundesgerichtshof, som medfører en mere effektiv beskyttelse af selskabsdeltagernes interesser, i mine øjne ikke anses for at være i strid med det andet direktivs målsætninger [15].

18. Som det sidste punkt og i overensstemmelse med det ovenfor anførte skal jeg herefter blot undersøge, om en sådan fortolkning, hvorefter det vil være tilladt at anvende den nationale lovgivning (og retspraksis) netop i kraft af den bedre beskyttelse, som lovgivningen (og retspraksis) yder til en af de grupper af retssubjekter, direktivet har formål at beskytte (aktionærerne), ikke i sidste instans vil skade interesserne for den anden gruppe, der ligeledes er beskyttet efter direktivet (kreditorerne).

Hvad dette angår, har det været anført, at de tyske regler i Bundesgerichtshof's fortolkning gør det muligt for minoritetsaktionærer at få suspenderet gennemførelsen af kapitalforhøjelser, der allerede er blevet besluttet af generalforsamlingen, og som derfor er lovlige, og at de derved opstiller hindringer for selskabets virksomhed og i sidste ende formindsker de garantier, som selskabet yder sine kreditorer. Ifølge sagsøgte udgør den foreliggende sag et eksempel herpå, eftersom den retssag, der er anlagt af en selskabsdeltager med kun ti aktier, har medført en forsinkelse på over fem år af gennemførelsen af den pågældende kapitalforhøjelse med den følge, at hele selskabets virksomhed har været lammet.

19. Efter min opfattelse er en sådan risiko minimal og berettiget. Ifølge den forelæggende rets fremstilling af de faktiske

15 — For fuldstændighedens skyld henvises til den livlige diskussion i litteraturen om den pågældende retspraksis, navnlig hvad angår grænserne for domstolskontrollen af vurderinger, der henhører under generalforsamlingens kompetence. Den herskende opfattelse er, at domstolskontrollen bør begrænses til en bedømmelse af objektive elementer, og ikke bør omfatte en bedømmelse af faktiske forhold og omstændigheder, som falder ind under generalforsamlingens enekompetence (jf. f. eks. Lutter, »Materielle und förmliche Erfordernisse eines Bezugsrechtsausschlusses« — Besprechung der Entscheidung, BGHZ 71, 40).

omstændigheder er det klart, at den omhandlede kapitalforhøjelse ikke er lovlig, men blev vedtaget, (ganske vist af generalforsamlingen, men) i strid med kravene i lovgivningen. Under disse omstændigheder anser jeg det derfor for udelukket, at det andet direktiv — som allerede efter sin ordlyd viser, at man har haft til hensigt beskytte minoritetsaktionærer — kan fortolkes således, at det er til hinder for en efterprøvelse af lovligheden af en generalforsamlingsbeslutning efter krav fra en minoritetsaktionær, oven i købet blot med den begrundelse, at efterprøvelsen kan medføre forsinkelser i gennemførelsen af de af generalforsamlingen vedtagne kapitalforhøjelser.

Endelig bør det ikke glemmes, at den kompetente ret om fornødent til hver en tid kan gøre brug af de midler, der står til rådighed i henhold til den nationale retsorden med henblik på en hensigtsmæssig og rettidig reaktion over for søgsmål, som den måtte anse for klart ubegrundede og udelukkende rejst ud fra et ønske om forhaling.

20. Sammenfattende skal jeg foreslå Domstolen at besvare Bundesgerichtshof's spørgsmål som følger:

»Artikel 29, stk. 1 og 4, i Rådets direktiv 77/91/EØF af 13. december 1976 skal fortolkes således, at bestemmelserne ikke er til hinder for en national retspraksis,

hvorefter en generalforsamlingsbeslutning om ophævelse af aktionærernes fortegningsret til nye aktier i forbindelse med en kapitalforhøjelse mod apportindskud kun anses for lovlig på strengere betingelser end dem, der er fastsat i direktivet for så vidt angår ophævelse af fortegningsretten i tilfælde af kapitalforhøjelser, der sker ved indskud i kontanter.«