

SKLEPNI PREDLOGI GENERALNE PRAVOBRANILKE

VERICE TRSTENJAK,

predstavljeni 4. septembra 2008¹

I – Uvod

1. Obravnavana zadeva temelji na tožbi Komisije zaradi neizpolnitve obveznosti v skladu s členom 226 ES, s katero Sodišču Evropskih skupnosti predlaga, naj ugotovi, da Kraljevina Španija ni izpolnila svojih obveznosti iz členov 29 in 42 Direktive Sveta 77/91/EGS z dne 13. decembra 1976² (v nadaljevanju: Direktiva 77/91), s tem da navedenih določb direktive ni pravilno prenesla v svoj nacionalni pravni red.

2. Predmet tožbe so različni vidiki pravice delničarjev do prednostnega vpisa v zvezi s povečanjem kapitala družb z denarnimi vložki, zlasti pravni pogoji za izključitev

prednostne pravice, združljivost nacionalne ureditve, ki tako pravico priznava tudi imetnikom zamenljivih obveznic³, s pravom Skupnosti ter pogoji, ki jih določa pravo Skupnosti in ki jih je treba upoštevati pri določitvi emisijske cene novih delnic.

II – Pravni okvir

A – Pravo Skupnosti

3. Pravna podlaga Direktive 77/91 je člen 44(2)(g) ES, v skladu s katerim Svet in Komisija usklajujeta zaščitne ukrepe, ki jih od

1 – Jezik izvirnika: nemščina.

2 – Druga direktiva Sveta 77/91/EGS z dne 13. decembra 1976 o uskladitvi zaščitnih ukrepov za varovanje interesov družbenikov in tretjih oseb, ki jih države članice zahtevajo od gospodarskih družb v skladu z drugim odstavkom člena 58 Pogodbe glede ustanavljanja delniških družb ter ohranjanja in spreminjanja njihovega kapitala, zato da se oblikujejo zaščitni ukrepi z enakim učinkom v vsej Skupnosti (UL 1977, L 26, str. 1).

3 – Zamenljive obveznice so obveznice, pri katerih je upniku poleg pravice do poplačila kot posebna užitniška pravica priznana možnost, da obveznico zamenja za delnice ali da kupi nove delnice (glej Nagele, *Kommentar zum Aktiengesetz* (ur. Peter Jabornegg, Rudolf Strasser), 4. izdaja, Dunaj 2002, III. del (členi od 145 do 273 AktG), točka 5, str. 5; Peifer, K.-N., *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, 2. izdaja, 2005, člen 186 AktG, točka 33; Hüffer, U., *Aktiengesetz*, 8. izdaja, 53. zvezek, člen 160 AktG, točka 12; Holland, B., „Die Bedienung von Wandelanleihen aus genehmigtem Kapital“, *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht*, 2006, številka 23, str. 892; Kocbek, M., *Veliki komentar Zakona o gospodarskih družbah / ZGD-1* [ur. Marijan Kocbek], 2. knjiga, Ljubljana 2007, člen 371, str. 664 in naslednja). S finančnega vidika gre pri zamenljivih obveznicah za hibridne vrednostne papirje, saj kot obligacije najprej zagotavljajo fiksen donos, v primeru zamenjave pa variabilen donos (glej Tapia Hermida, A. J., „Obligaciones convertibles“, *Diccionario de Derecho de Sociedades* [ur. Carmen Alonso Ledesma], Madrid 2006, str. 820 in naslednje).

družb ali podjetij za zaščito interesov družbenikov in tretjih zahtevajo države članice, zato da bi te zaščitne ukrepe izenačili v vsej Skupnosti.

4. Druga in peta uvodna izjava Direktive 77/91 določata:

„[Z]a zagotovitev minimalne enakovredne zaščite za delničarje in upnike v delniških družbah [je] še zlasti pomembna uskladitev nacionalnih določb v zvezi z ustanovitvijo in ohranitvijo, povečanjem ali zmanjšanjem njihovega kapitala;

[...]

[G]lede na člen [44(2)(g) ES] [je nujno], da zakonodaja države članice, ki se nanaša na povečanje ali zmanjšanje kapitala, zagotavlja opazovanje in uskladitev načel enake obravnave delničarjev v enakem položaju ter varstvo upnikov, katerih zahtevki so obstajali pred odločitvijo o zmanjšanju.“

5. Člen 29 Direktive 77/91 določa:

„1. Ob vsakem povečanju kapitala z denarnimi vložki se morajo delnice prednostno ponuditi delničarjem sorazmerno s kapitalskim deležem, ki ga predstavljajo njihove delnice.

[...]

4. Prednostne pravice ni mogoče omejiti ali odvzeti s statutom ali ustanovitvenim aktom. Vendar pa je to dopustno storiti s sklepom skupščine delničarjev. Od upravnega ali poslovnega organa se zahteva, da predloži skupščini delničarjev pisno poročilo z navedbo razlogov za omejitev ali odvzem prednostne pravice in utemeljitev predlagane cene izdaje. Skupščina delničarjev odloči v skladu s pravili glede sklepčnosti in večine, ki so določeni v členu 40. [...]

[...]

6. Odstavki od 1 do 5 veljajo za izdajo vseh vrednostnih papirjev, ki jih je mogoče spremeniti v delnice ali iz katerih izhaja pravica do

vpisa delnic, vendar ne veljajo za spremembo teh vrednostnih papirjev niti za uveljavljanje pravice do vpisovanja.“

6. Člen 42 Direktive 77/91 določa:

„Za izvajanje te direktive zakonodaja držav članic zagotovi enako obravnavo vseh delničarjev, ki so v enakem položaju.“

„Pri povečanju kapitala z izdajo novih navadnih ali prednostnih delnic lahko delničarji in imetniki zamenljivih obveznic v roku, ki ga za to določi uprava družbe in ki za družbe, ki kotirajo na borzi, ne sme biti krajši od petnajst dni, v vseh drugih primerih pa ne krajši od enega meseca od objave obvestila o ponudbi za vpisovanje nove izdaje v *Boletín Oficial del Registro Mercantil* [Uradno glasilo registra gospodarskih družb], uveljavljajo svojo pravico do vpisa sorazmernega deleža glede na nominalno vrednost delnic, ki jih že imajo, ali tistih, ki ustrezajo vrednosti njihovih zamenljivih obveznic, oziroma lahko takrat uveljavljajo svojo pravico do zamenjave [zamenljivih obveznic].“

9. Člen 159 LSA ureja izključitev pravice do prednostnega vpisa, ki jo predvideva člen 158 LSA:

B – Nacionalno pravo

7. Direktiva 77/91 je bila v špansko pravo prenesena s členi 158, 159 in 293 Real Decreto Legislativo 1564/1989 (kraljevi zakonodajni dekret) z dne 22. decembra 1989, ki spreminja Ley de Sociedades Anónimas (Zakon o delniških družbah, v nadaljevanju: LSA).

„1. Če to zahtevajo interesi družbe, lahko skupščina delničarjev pri odločitvi o povečanju kapitala odloči, da se v celoti ali deloma izključi prednostna pravica. Za veljavnost tega sklepa, pri katerem je treba upoštevati določbe člena 144, je nujno naslednje:

8. Člen 158(1) LSA priznava pravico do prednostnega vpisa v zvezi s povečanjem kapitala delniških družb z izdajo novih delnic:

a) Sklic skupščine delničarjev mora vsebovati predlog izključitve prednostne pravice in način nove izdaje delnic.

- b) Ob sklicu skupščine delničarjev mora biti delničarjem v skladu s členom 144(1)(c) na voljo stališče uprave, v katerem sta podrobno utemeljena predlog in način nove izdaje delnic z navedbo oseb, na katere naj se prenesejo, ter poročilo, izdano pod nadzorom revizorja, ki ni revizor družbe in ga za to imenuje urad, ki vodi register gospodarskih družb, o sorazmerni vrednosti delnic družbe, o teoretični vrednosti prednostnih pravic, katerih izključitev se predlaga, in o točnosti podatkov v stališču uprave.
- poročila revizorja, pri čemer se skupščina delničarjev lahko omeji na vzpostavitev postopka za določitev te cene.
- [...]"

10. Člen 293 LSA ureja pravico do prednostnega vpisa zamenljivih obveznic:

- c) Nominalna vrednost delnic, ki se bodo izdale, po potrebi z dodatkom emisijske takse, mora ustrezati sorazmerni vrednosti, ki izhaja iz poročila revizorja. Pri družbi, ki kotira na borzi, se kot sorazmerna vrednost delnic družbe razume tržna vrednost, ki se določi na podlagi borzne kotacije, razen v posebej utemeljenih primerih.

„1. Delničarji družbe imajo pravico do prednostnega vpisa zamenljivih obveznic.

2. To pravico imajo tudi imetniki zamenljivih obveznic iz prejšnjih izdaj v razmerju, ki ga določajo predpisi o zamenjavi.

Ne glede na to lahko skupščina delničarjev pri družbah, ki kotirajo na borzi, takoj ko sta dostopna stališče uprave in poročilo revizorja iz točke b, ki morata vsebovati čisto vrednost delnic, odloči, da se nove delnice izdajo po poljubni ceni, vendar le, če je ta cena višja od ustrezne čiste vrednosti delnic, ki izhaja iz

3. Pri pravici do prednostnega vpisa zamenljivih obveznic se uporabljajo določbe člena 158 tega zakona.“

III – Predhodni postopek

11. Komisija je z uradnim opominom z dne 15. januarja 2004 špansko vlado opozorila na nekatere nepravilnosti pri prenosu Direktive 77/91 z LSA.

12. Španska vlada je v svojem odgovoru z dne 10. marca 2004 zanikala, da bi bil sporni zakon v neskladju z Direktivo 77/91.

13. Komisija je menila, da ta odgovor ni zadovoljiv, zato je španski vladi poslala obrazloženo mnenje z dne 5. januarja 2005. V njem je španski vladi določila rok dveh mesecev za sprejetje potrebnih sprememb nacionalne ureditve.

14. Španska vlada je nato Komisiji posredovala dopis z dne 4. marca 2005, ki ga je pripravilo njeno ministrstvo za gospodarstvo in finance, v katerem je zavrnila zahteve Komisije.

15. Ker navedbe španske vlade Komisije niso prepričale, je sklenila, da pri Sodišču vložijo tožbo.

IV – Postopek pred Sodiščem in predlogi strank

16. Komisija s tožbo, ki je v sodno tajništvo Sodišča prispela 4. avgusta 2006, Sodišču predlaga, naj:

- ugotovi, da Kraljevina Španija, s tem da v svojo zakonodajo ni pravilno prenesla Direktive Sveta 77/91/EGS z dne 13. decembra 1976 o uskladitvi zaščitnih ukrepov za varovanje interesov družbenikov in tretjih oseb, ki jih države članice zahtevajo od gospodarskih družb v skladu z drugim odstavkom člena 58 Pogodbe glede ustanavljanja delniških družb ter ohranjanja in spreminjanja njihovega kapitala, zato da se oblikujejo zaščitni ukrepi z enakim učinkom v vsej Skupnosti, ni izpolnila obveznosti iz te direktive, zlasti tistih iz:

a) člena 42 v zvezi s členom 29(1) in (4), s tem da je omogočila, da lahko skupščina delničarjev odloči, da se nove delnice ob izključitvi pravice do prednostnega vpisa izdajo po ceni, ki je nižja od njihove sorazmerne vrednosti;

17. Kraljevina Španija Sodišču predlaga, naj:

– tožbo zavrne;

b) člena 29(1), s tem da pravice do prednostnega vpisa delnic v primeru povečanja kapitala z denarnimi vložki ne priznava le delničarjem, ampak tudi imetnikom zamenljivih obveznic;

– Komisiji naloži plačilo stroškov.

c) člena 29(6) v zvezi s členom 29(1), s tem da pravice do prednostnega vpisa zamenljivih obveznic ne priznava le delničarjem, ampak tudi imetnikom zamenljivih obveznic iz prejšnjih izdaj;

18. Komisija je 4. decembra 2006 vložila repliko. Duplika španske vlade je, potem ko ji je bilo odobreno podaljšanje roka, na Sodišče prispela 6. februarja 2007.

d) člena 29(6) v zvezi s členom 29(4), s tem da ni določila, da lahko skupščina delničarjev odloča o izključitvi pravice do prednostnega vpisa zamenljivih obveznic;

19. S sklepom predsednika Sodišča z dne 18. januarja 2007 je bila Združenemu kraljestvu, Republiki Poljski in Republiki Finski dopuščena intervencija v smislu člena 93(1) Poslovnika zaradi podpore predlogom Kraljevine Španije. Intervenienti so predložili pisna stališča.

– Kraljevini Španiji naloži plačilo stroškov.

20. Ker nobena stranka ni predlagala ustreznega postopka, je bilo mogoče po upravni seji Sodišča, ki je bila 29. aprila 2008, pripraviti sklepne predloge v tej zadevi.

23. Komisija opozarja zlasti na to, da lahko skupščina delničarjev družbe, ki kotira na borzi, v skladu s členom 159(1)(c) LSA odobri izdajo po poljubni ceni, če je ta cena višja od ustrezne čiste vrednosti. Pri tem pa Komisija opozarja, da je lahko čista vrednost za 20 % ali celo 80 % nižja od tržne vrednosti. V zvezi s tem se Komisija sklicuje na ureditve v drugih državah članicah, kjer je emisijska cena novih delnic lahko določena največ od 5 % do 10 % pod tržno vrednostjo.

V – Tožbeni razlogi in bistvene trditve strank

21. Komisija zoper Kraljevino Španijo skupno uveljavlja štiri tožbene razloge.

24. Komisija iz tega sklepa, da je člen 159(1)(c) LSA v neskladju s členom 42 Direktive 77/91, saj v primeru družb, ki kotirajo na borzi, dopušča očitno diskriminacijo med tistimi delničarji, ki svoje delnice kupijo po tržni vrednosti, in tistimi novimi delničarji, ki jim družba omogoča nakup delnic po ceni, ki je lahko tudi veliko nižja od tržne vrednosti (in je zato „nesorazmerna“).

A – Prvi tožbeni razlog

22. *Komisija* s svojim prvim tožbenim razlogom zatrjuje kršitev načela enakega obravnavanja delničarjev iz člena 42 Direktive 77/91, saj člen 159(1)(c) LSA v primeru povečanja kapitala ob izključitvi prednostne pravice dopušča določitev emisijske cene za nove delnice, ki je lahko znatno nižja od njihove tržne vrednosti.

25. *Kraljevina Španija* najprej zatrjuje, da LSA določa pogoje za izključitev prednostne pravice, ki so pravzaprav strožji od pogojev iz

Direktive 77/91. Prvič LSA predvideva minimalno emisijsko ceno, ki vsekakor ne sme biti nižja od ustrezne čiste vrednosti delnic, na kar opozarjajo tudi *Republika Poljska*, *Združeno kraljestvo* in *Republika Finska*. Drugič LSA določa, da mora biti stališču uprave družbe priloženo poročilo neodvisnega revizorja.

delničar glede na trenutek nakupa in posamezno borzno kotacijo svoje delnice kupil po ceni, ki je vsakič drugačna. Zato naj bi bilo običajno, da nekateri delničarji svoje delnice kupijo po nižji ali tudi po višji ceni od emisijske cene.

26. Kraljevina Španija trdi, da Komisija neupravičeno sklepa, da člen 159(1)(c), drugi pododstavek, LSA dopušča določitev „nesorazmerno nizke cene“ v primerjavi s tržno vrednostjo spornih delnic. Dejansko naj bi se prvi odstavek omejeval na vzpostavitev izpodbojne domneve, da „sorazmerna vrednost“ delnice družbe, ki kotira na borzi, ustreza njeni „tržni vrednosti“. Kljub temu pa naj bi skupščina delničarjev lahko določila emisijsko ceno, ki je nižja od „tržne vrednosti“, vendar še vedno sorazmerna, če je upravičena z vidika zgoraj navedenih poročil.

28. *Kraljevina Španija* in *Republika Poljska* poudarjata tudi, da člen 159(1)(c) LSA zahteva soglasje skupščine delničarjev, pri čemer je treba upoštevati potrebno večino in sklepčnost za spremembo statuta.

29. *Združeno kraljestvo* poleg tega meni, da ni mogoče govoriti o neenakem obravnavanju, saj gre pri ceni delnice zgolj za gospodarski dejavnik. Tudi če bi domnevali, da gre za neenako obravnavanje, ga vsekakor upravičuje finančni interes družbe glede povečanja kapitala.

27. *Kraljevina Španija*, *Republika Poljska* in *Združeno kraljestvo* poleg tega zatrjujejo, da diskriminacija med obstoječimi in potencialnimi delničarji, ki ob povečanju kapitala vstopijo v družbo, ki kotira na borzi, ni mogoča, saj ti dve skupini delničarjev nista v primerljivem položaju. Zaradi borzne kotacije in fluktuacij na delniškem trgu naj bi vsak

30. *Republika Finska* meni, da je za presojo tega, ali gre za neenako obravnavanje, potrebna celostna obravnavna okoliščin nove izdaje delnic.

31. *Republika Poljska* meni, da je treba možnost izdaje novih delnic po ceni, ki je nižja od tržne vrednosti, preučiti na podlagi načela, da morajo organi družbe ravnati v interesu same družbe, in ne z vidika načela enakega obravnavanja.

delnice delničarjem ponudijo sorazmerno z njihovo udeležbo v družbi. Taka določba naj bi bila zato v neskladju s ciljem direktive, preprečiti vsakršno tveganje razvrednotenja deležev obstoječih delničarjev v družbi. Tak ukrep naj poleg tega tudi ne bi bil potreben za zaščito interesov imetnikov zamenljivih obveznic.

B – *Drugi tožbeni razlog*

32. *Komisija* s svojim drugim tožbenim razlogom zatrjuje kršitev člena 29(1) Direktive 77/91, ker naj bi člen 158(1) LSA priznaval pravico do prednostnega vpisa delnic v primeru povečanja vpisanega kapitala z denarnimi vložki ne le delničarjem, ampak tudi imetnikom zamenljivih obveznic.

34. *Kraljevina Španija* meni, da je dobesedna razlaga člena 29(1) Direktive 77/91, kot jo predlaga Komisija, v neskladju z besedilom same določbe, saj se morajo v skladu z njo delnice „prednostno“ ponuditi delničarjem, kar pa ne pomeni, da se morajo v skladu s to določbo delnice ponuditi „izključno“ delničarjem. Poleg tega direktiva ne govori o zamenljivih obveznicah.

33. Člen 29(1) Direktive določa, da se morajo nove delnice „prednostno ponuditi delničarjem sorazmerno s kapitalskim deležem, ki ga predstavljajo njihove delnice“. Ker naj zamenljive obveznice ne bi bile del vpisanega kapitala družbe, naj pravica do prednostnega vpisa, ki jo imetnikom zamenljivih obveznic priznava LSA, ne bi dopuščala, da se nove

35. *Kraljevina Španija* in *Republika Poljska* se nasprotno zavzemata za teleološko razlago zadevne določbe, da bi se tako zavarovalo ne le imetnike zamenljivih obveznic, ampak tudi potencialne nove delničarje družbe, in da bi se ohranila vrednost za njih rezerviranih delnic. Tako naj bi se tudi preprečilo, da bi izdajatelj lahko vplival na (ugoden) trenutek zamenjave.

36. Nazadnje *Republika Poljska* opozarja še na to, da je namen direktive tudi varstvo „tretjih oseb“, kar pomeni tudi takih oseb, ki jih je v določenih položajih mogoče obravnavati kot delničarje, na primer imetnikov zamenljivih obveznic. Namen direktive naj bi bilo poleg tega zgolj minimalno varstvo, pri čemer je državam članicam prepuščeno, da sprejmejo strožje zaščitne ukrepe.

na to, da je dobessedna razlaga direktive, kot jo zagovarja Komisija, neutemeljena.

C – Tretji tožbeni razlog

37. *Komisija* zatrjuje, da je člen 293(2) LSA iz istih razlogov, kot so tisti v okviru drugega tožbenega razloga, v neskladju s členom 29(1) in (6) Direktive 77/91 v delu, v katerem pravice do prednostnega vpisa zamenljivih obveznic ne priznava le delničarjem, ampak tudi imetnikom zamenljivih obveznic iz prejšnjih izdaj.

38. *Kraljevina Španija* in *Republika Poljska* se sklicujeta na argumente, ki sta jih navedli že pri drugem tožbenem razlogu, in opozarjata

D – Četrty tožbeni razlog

39. *Komisija* zatrjuje kršitev člena 29(6) v zvezi s členom 29(4) Direktive 77/91, saj LSA ne določa, da lahko skupščina delničarjev odloča o izključitvi pravice do prednostnega vpisa zamenljivih obveznic.

40. Opozarja na to, da se člen 293(3) LSA sicer nanaša na člen 158 LSA, vendar pa ne napotuje na člen 159 LSA, ki ureja možnost izključitve prednostne pravice. Tudi če bi sistematična razlaga omogočala izključitev pravice do prednostnega vpisa zamenljivih obveznic, ki je priznana delničarjem, naj bi člen 293 LSA v svoji trenutni različici povzročal dvome in negotovost pri posameznih delničarjih in naj ga zato ne bi bilo mogoče šteti za ustrezen prenos direktive, zlasti ker naj ne bi bil predložen noben dokaz,

da španska sodišča dejansko upoštevajo tako sistematično razlago.

41. *Kraljevina Španija* navaja, da sistematična razlaga člena 293 LSA ne more privedi do nobenega drugega sklepa kot do možnosti, da skupščina delničarjev izključi pravico delničarjev do prednostnega vpisa zamenljivih obveznic, saj nobena druga rešitev ni logična.

42. *Republika Finska* opozarja na to, da je cilj direktive vsekakor le minimalna uskladitev in da čeprav skupščina delničarjev ne more izključiti pravice delničarjev do prednostnega vpisa zamenljivih obveznic, to ni v neskladju z Direktivo 77/91.

direktiv in predlogov direktiv.⁴ Med njih spada tudi Direktiva 77/91, ki je bila sprejeta 13. decembra 1976 in katere namen je zlasti uskladitev predpisov držav članic v zvezi z ustanovitvijo delniške družbe ter zbiranjem in ohranitvijo minimalnega kapitala delniške družbe, zato je poznana tudi kot „kapitalska direktiva“⁵.

44. Člen 29(1) Direktive 77/91 na ravni Skupnosti določa pravico delničarjev do prednostnega vpisa v primeru povečanj kapitala. Kljub temu je treba opozoriti, da ima pravica do prednostnega vpisa v nekaterih

4 – Na podlagi člena 44(2)(g) ES je bilo doslej sprejetih deset uskladitvenih direktiv s področja ožjega prava družb, ki so bile prenesene v nacionalno pravo (glej Kindler, P., *Münchener Kommentar zum BGB*, 4. izdaja, 2006, 11. knjiga, točka 33; Behrens, P., *Handbuch des EU-Wirtschaftsrechts*, 1. knjiga, München 2004, E. III, točka 10, str. 10; Trstenjak, V., Kocbek, M., *Evropsko pravo gospodarskih družb*, Ljubljana 2004, str. od 31 do 50).

5 – Bistven pomen Direktive 77/91 je najprej uveljavitev kontinentalnoevropskega načela trajnih sredstev za območje celotne Skupnosti: ker delničarji ne odgovarjajo osebno za dolgove družbe, mora družba zaradi varstva upnikov razpolagati z minimalnim kapitalom, ki je poleg tega zavarovan s strogimi predpisi o ohranjanju kapitala. Direktiva tako ne ureja zgolj predpisanega minimuma kapitala, ampak tudi in predvsem podrobna pravila glede denarnih in stvarnih vložkov, pridobivanja lastnih delnic družbe, umika delnic in spreminjanja kapitala zaradi povečanja ali zmanjšanja. Namen direktive pa ni, niti v delu, v katerem ureja zbiranje in ohranjanje jamstvenega kapitala, zgolj varstvo upnikov. Glede na njeno drugo in peto uvodno izjavo je njen namen namreč tudi varstvo delničarjev. Temu so namenjene zlasti določbe o udeležbi skupščine delničarjev pri kapitalskih ukrepih in o dolžnosti obveščanja v primeru resnih izgub, uvedba prednostne pravice delničarjev pri povečanjih kapitala in uveljavitev načela enakega obravnavanja. Direktiva poleg tega ureja bistvena vprašanja v zvezi z ustanovitvijo delniške družbe. Pri tem je treba poudariti določbe o minimalni vsebini statuta, ustanovitvenega akta ali posebnega dokumenta (glej Habersack, M., *Europäisches Gesellschaftsrecht*, 3. izdaja, München 2006, točki 3 in 4, str. 129 in naslednja; Lutter, M., *Europäisches Unternehmensrecht*, 4. izdaja, Berlin 1996, str. 109 in naslednja).

VI – Pravna presoja

A – Uvodne opombe

43. Za uskladitev materialnega prava družb držav članic je bilo doslej sprejetih trinajst

državah članicah že dolgo pravno tradicijo, ki sega nekako v sredino 19. stoletja.⁶ V primerjalnopравни literaturi se na splošno domneva, da ta pravica izhaja iz pravnega reda Združenega kraljestva, od sredine 20. stoletja pa je nanjo vsaj v evropskem okviru bistveno vplival razvoj v pravnih redih Nemčije, Francije in Italije.⁷ Uskladitev prava družb držav članic, ki je povezana z Direktivo 77/91, pa je povzročila, da so morale druge države članice, ki te pravice dotlej v svojih pravnih redih niso poznale ali ji vsaj niso pripisovale kogentne narave, prevzeti pravico do prednostnega vpisa, kar je bistveno prispevalo k njeni razširitvi in poenotenju tudi zunaj meja Evropske unije.

njim deležem in mu s tem omogoča ohranjanje sorazmernega deleža.⁸ S tem ima pravico, da je v istem odstotkovnem obsegu kot dotlej udeležen v osnovnem kapitalu delniške družbe. Tradicionalno pojmovanje zato v prednostni pravici delničarjev vidi učinkovit mehanizem za varstvo posameznih in manjšinskih delničarjev pred neugodnostmi, ki lahko nastanejo zaradi izdaje novih delnic, povezane s povečanjem kapitala. K temu spada izguba gospodarskih (na primer zmanjšanje pravice do dividende) in političnih pravic do udeležbe, denimo v obliki pravic do soodločanja (na primer omejitev glasovalnih pravic) ter drugih negospodarskih pravic (na primer pravica do obveščnosti, pravica do sklica skupščine delničarjev).⁹

45. Prednostna pravica delničarju v primeru povečanj kapitala zagotavlja pravico do dela novih delnic v sorazmerju z njegovim doteda-

- 6 – V zvezi z razvojem pravice do prednostnega vpisa v pravnih redih Nemčije, Italije, Francije, Združenega kraljestva, Belgije, Portugalske in Švice glej Vásquez Albert, D., „El derecho de suscripción preferente en Europa“, *Revista de derecho de sociedades*, št. 11 (1999), str. od 79 do 131.
- 7 – Glej Vásquez Albert, D., „El derecho de suscripción preferente en el Derecho Comunitario“, *Revista de derecho mercantil*, št. 230 (1998), str. 1693. Pri tem je nemški Aktiengesetz (zakon o delniških družbah) tako glede na strukturo kot tudi glede na vsebino urejanja bistveno vplival na Direktivo 77/91, zaradi česar so imele države članice, ki pripadajo pravnemu območju *common law*, določene težave pri prenosu (glej Trstenjak, V., Kocbek, M., op. cit. (opomba 4), str. 34; Schutte-Venstra, J. N., *Harmonisatie van het kapitaalbeschermingsrecht in de EEG*, Apeldoorn 1991, str. 16).

- 8 – Natterer, J., *Kapitalveränderung der Aktiengesellschaft. Bezugsrecht der Aktionäre und sachlicher Grund*, Bielefeld 2000, str. 8; Peifer, K.-N., op. cit. (opomba 3), člen 186 AktG, točka 16; *Lamy Sociétés Commerciales* (ur. Jacques Mestre/Dominique Velardocchio), Rueil-Malmaison 2008, str. 1835. Glej sodbo z dne 19. novembra 1996 v zadevi Siemens (C-42/95, Recueil, str. I-6017, točka 19), v kateri Sodišče obravnava namen načela prednostne pravice, ki je v tem, da naj prepreči zmanjšanje odstotkovne udeležbe delničarjev v osnovnem kapitalu družbe.
- 9 – V tem smislu Grechenig, K., „Discriminating Shareholders through the Exclusion of Pre-emption Rights?“, *European company and financial law review*, številka 4 (2007), št. 4, str. 577. Yanes Yanes, P., „Derecho de suscripción preferente“, *Diccionario de Derecho de Sociedades* (ur. Carmen Alonso Ledesma), Madrid 2006, str. 511, in Davies, P., *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*, 7. izdaja, London 2003, str. 631 in naslednja, opozarjata na to, da ima prednostna pravica dve funkciji. Na eni strani naj bi delničarja varovala pred razvrednotenjem njegovega gospodarskega deleža v družbi. Na drugi strani naj bi ga ta pravica zaščitila pred izgubo njegovega vpliva na poslovanje družbe. Pisani Massamormile, A., „Aumento del capitale sociale“, *Armonie e disarmonie nel diritto comunitario delle società di capitali*, 1. knjiga, Milano 2003, str. 714, razlikuje med upravno (v povezavi s težo glasu vsakega delničarja) in premoženjsko (glede na pravico vsakega delničarja do udeležbe pri dobičku) funkcijo prednostne pravice.

46. Direktiva 77/91 prevzema to pravno idejo, s tem ko zagotavlja, da se zlasti pri postopkih ustanavljanja družbe ter povečanja in zmanjšanja njenega kapitala varujejo pravice delničarjev in tretjih oseb. Prednostna pravica glede na zastavljene cilje njene pravne podlage v členu 44(2)(g) ES zagotavlja minimalno stopnjo varstva delničarjev v vseh državah članicah.¹⁰

obveznosti, ne da bi se pri tem smela opreti na kakršno koli domnevo.¹¹ Tožena država članica pa mora prepričljivo in izčrpno zavriniti predložene podatke in iz njih izhajajoče sklepe.¹²

B – Preizkus tožbenih razlogov

1. Prvi tožbeni razlog

47. Glede na postopkovno porazdelitev trditvenega in dokaznega bremena je naprej treba opozoriti na to, da mora v okviru postopka zaradi neizpolnitve obveznosti v skladu s členom 226 ES Komisija dokazati, da je prišlo do kršitve prava Skupnosti. Poleg tega mora Sodišču posredovati podatke, na podlagi katerih lahko to preveri, ali gre za neizpolnitev

48. Komisija s prvim tožbenim razlogom zatrjuje kršitev načela enakega obravnavanja delničarjev iz člena 42 Direktive 77/91 v zvezi s členom 29(1) in (4) te direktive. Komisija vidi kršitev navedenih določb prava Skupnosti v tem, da nacionalna uredba v členu 159(1) (c) LSA, ki je predmet spora, v primeru povečanja kapitala ob izključitvi prednostne pravice dopušča določitev emisijske cene novih delnic, ki je lahko bistveno nižja od njihove tržne vrednosti.

49. Člen 159(1)(c) LSA predpisuje določene pogoje za izključitev prednostne pravice. V skladu s tem mora cena delnic, ki se izdajajo,

10 – Sodbi z dne 30. maja 1991 v zadevi Karella (C-19/90 in C-20/90, Recueil, str. I-2691, točki 25 in 30) in z dne 24. marca 1992 v zadevi Epas (C-381/89, Recueil, str. I-2111, točki 27 in 32).

11 – Sodbe z dne 12. maja 2005 v zadevi Komisija proti Belgiji (C-287/03, ZOdl., str. I-3761, točka 27); z dne 14. aprila 2005 v zadevi Komisija proti Nemčiji (C-341/02, ZOdl., str. I-2733, točka 35); z dne 29. maja 2001 v zadevi Komisija proti Italiji (C-263/99, Recueil, str. I-4195, točka 27); z dne 8. marca 2001 v zadevi Komisija proti Nemčiji (C-68/99, Recueil, str. I-1865, točka 38); z dne 23. oktobra 1997 v zadevi Komisija proti Franciji (C-159/94, Recueil, str. I-5815, točka 102) in z dne 25. maja 1982 v zadevi Komisija proti Nizozemski (96/81, Recueil, str. 1791, točka 6).

12 – Sodba z dne 22. septembra 1988 v zadevi Komisija proti Grčiji (272/86, Recueil, str. 4875, točka 21).

ustrezati „sorazmerni vrednosti“, ki izhaja iz poročila uprave, navedenega v členu 159(1)(b) LSA. Pri družbah, ki kotirajo na borzi, je treba razen v posebej utemeljenih primerih načeloma izhajati iz tečajne vrednosti.

delnice kupili po tržni vrednosti, v korist novih delničarjev, ki svoje delnice kupijo pod tržno vrednostjo. Po njenem mnenju so prvi v toliko slabšem gospodarskem položaju, kolikor se morajo zaradi „popusta“, priznana novim delničarjem, sprijazniti z zmanjšanjem oziroma razvrednotenjem vrednosti njihovih delnic.

50. Kot pa ugotavlja Komisija, člen 159(1)(c), drugi pododstavek, LSA določa pomembno izjemo za družbe, ki kotirajo na borzi, v skladu s katero lahko skupščina delničarjev dovoli izdajo po poljubni ceni, če je ta višja od sorazmerne vrednosti premoženja družbe. Komisija v tej zvezi opozarja, da je lahko vrednost delnice bistveno nižja od njene tečajne vrednosti, vrednosti, za katero sam LSA predvideva, da ustreza tržni vrednosti in s tem „sorazmerni vrednosti“ delnice. Iz tega Komisija sklepa, da je španski zakonodajalec izrecno omogočil, da lahko skupščina delničarjev poljubno in ob izključitvi prednostne pravice izda nove delnice pod tržno vrednostjo in s tem pod vrednostjo, ki jo je španski zakonodajalec ocenil za „sorazmerno“.

52. Trditev Komisije pa je treba zavrniti, saj ureditev v členu 159(1)(c), drugi pododstavek, LSA, čeprav se zdi zaradi varstva delničarjev na prvi pogled sporna,¹³ ni v neskladju z določbami Direktive 77/91.

53. Kot je bilo uvodoma omenjeno, je namen Direktive 77/91 zgolj minimalno varstvo delničarjev v celotni Skupnosti. To izhaja tako iz normativnega pomena njene pravne podlage kot iz druge uvodne izjave te direktive, v skladu s katero je „za zagotovitev

51. Komisija meni, da ta ureditev očitno diskriminira tiste delničarje, ki so svoje

13 – Grechenig, K., *Spanisches Aktien- und GmbH-Recht – Das einstufige Verwaltungssystem in Beziehung zur Hauptversammlung und zu Gesellschafterrechten*, Dunaj 2005, str. 136, ureditev v členu 159(1)(c), drugi pododstavek, LSA zaradi načina varstva delničarjev sicer ocenjuje za sporno in se pri tem sklicuje na obravnavani postopek zaradi neizpolnitve obveznosti zoper Kraljevino Španijo, vendar ne sklepa, da gre za diskriminatorno obravnavanje delničarjev.

minimalne enakovredne zaščite za delničarje [...] v delniških družbah še zlasti pomembna uskladitev nacionalnih določb v zvezi s [...] povečanjem [...] njihovega kapitala“.¹⁴

v primerih, ko nimajo nominalne vrednosti, od njihove računovodske vrednosti“. Nasprotno pa direktiva, kot pravilno navaja vlada Združenega kraljestva, ne navaja cene, po kateri se lahko nove delnice ponudijo v primeru povečanja kapitala.

54. Poleg tega je treba ugotoviti, da Direktiva 77/91 ne vsebuje nobenih določb, ki bi zavezovale k izdaji novih delnic po „tržni ceni“ ali celo po „sorazmerni ceni“. To je še toliko pomembnejše, ker Direktiva 77/91 sicer vsebuje izčrpne določbe, na primer glede statuta delniških družb.

56. Iz člena 29(4) Direktive 77/91 izhaja le, da mora uprava ali poslovodni organ v svojem pisnem poročilu skupščini delničarjev podati „utemeljitev predlagane cene izdaje“. Člen 29(4) Direktive 77/91 tako dokončno odločitev o emisijski ceni prepušča skupščini delničarjev,¹⁵ ne da bi določal še kaj drugega.

55. Edina določba direktive, ki se nanaša na emisijsko ceno delnic in je v tem smislu v določenem obsegu pomembna za obravnavano zadevo, je člen 8, v skladu s katerim „[d]elnic ni mogoče izdati po ceni, ki je nižja od njihove nominalne vrednosti, ali

57. Poleg tega v ureditvi člena 159(1)(c), drugi pododstavek, LSA ni mogoče zaznati nikakršne diskriminacije delničarjev. Načelo enakega obravnavanja v členu 42 Direktive 77/91 v svojem normativnem pomenu ustreza prepovedi diskriminacije, ki v skladu z usta-

14 – Vázquez Albert, D., op. cit. (opomba 7), str. 1714, opozarja na to, da pravni redi držav članic na splošno predvidevajo strožje ureditve kot pravo Skupnosti. Avtor meni, da narava Direktive 77/91 kot predpisa, ki določa minimalno varstvo, dopušča, da države članice sprejmejo strožje ureditve. Natterer, J., „Bezugsausschluss und zweite gesellschaftsrechtliche Richtlinie“, *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, 1995, str. 1483, prav tako meni, da Direktiva 77/91 zagotavlja minimalno varstvo, pri tem pa se sklicuje na drugo uvodno izjavo.

15 – V skladu s členom 25(1) Direktive 77/91 mora biti o vsakem povečanju kapitala sprejet sklep na skupščini delničarjev.

ljeno sodno prakso zahteva, da se primerljivi položaji ne obravnavajo različno in da se različni položaji ne obravnavajo enako, razen če je tako obravnavanje objektivno upravičeno.¹⁶

čeno navajata tako španska vlada kot tudi vlada Združenega kraljestva.

58. Komisija meni, da člen 159(1)(c), drugi pododstavek, LSA ne zagotavlja enakega obravnavanja obstoječih delničarjev v primerjavi z novimi delničarji. Z drugimi besedami, v obravnavanem primeru očitno izhaja iz različnega obravnavanja enakih položajev. Vendar pa je treba ugotoviti, da Komisija prvi tožbeni razlog le na prvi pogled¹⁷ opira na domnevno neenako obravnavanje, medtem ko je osrednja točka njene argumentacije predstavitev potencialnih negativnih gospodarskih posledic za stare delničarje v primeru izdaje delnic pod tržno vrednostjo.¹⁸ S tem ji ne uspe dovolj prepričljivo prikazati, v kolikšnem obsegu so obstoječi in novi delničarji v enakem položaju. To je še toliko pomembnejše, ker člen 42 Direktive 77/91 zahteva, da zakonodajca držav članic zagotovi enako obravnavo vseh delničarjev, ki „so v enakem položaju“. Zato Komisija ni dovolj poglobljeno preizkusila, ali je izpolnjen prvi pogoj za načelo enakosti.¹⁹ Ta očitek upravi-

59. Komisija torej ni dokazala, v kolikšnem obsegu naj bi se načelo enakega obravnavanja iz člena 42 Direktive 77/91 uporabilo v obravnavanem primeru. Zgolj kritika nacionalne ureditve, ki ima morebiti negativen gospodarski vpliv – česar Komisija sicer ni dokazala na podlagi konkretnih znakov – ne more nadomestiti obrazložitve oziroma dokaza o obstoju stvarno neupravičenega neenakega obravnavanja primerljivih položajev. V tem smislu Komisija ni izpolnila svoje dolžnosti predložiti dejstva in dokaze.

16 – Sodbe z dne 27. marca 1980 v zadevi Salumi in drugi (66/79, 127/79 in 128/79, Recueil, str. 1237, točka 14); z dne 20. septembra 1988 v zadevi Španija proti Svetu (203/86, Recueil, str. 4563, točka 25); z dne 17. aprila 1997 v zadevi EARL de Kerlast (C-15/95, Recueil, str. I-1961, točka 35); z dne 13. aprila 2000 v zadevi Karlsson in drugi (C-292/97, Recueil, str. I-2737, točka 39); z dne 6. marca 2003 v zadevi Niemann (C-14/01, Recueil, str. I-2279, točka 49) in z dne 22. junija 2006 v zadevi Belgija proti Komisiji (C-182/03, ZOdl., str. I-5479, točka 170).

17 – Glej točko 34 replike.

18 – Glej točko 23 tožbe in točki 10 in 22 replike.

19 – Rossi, M., v Calliess/Ruffert (ur.), *Kommentar zu EUV/EGV*, 3. izdaja, 2007, Art. 20 Grundrechtecharta, točka 19, str. 2629, meni, da je za splošno načelo enakosti značilen dvo- ali tristopenjski preizkus: na prvi stopnji je vedno treba ugotoviti, ali obstaja neenako obravnavanje primerljivih položajev (ali enako obravnavanje različnih položajev). Na drugi stopnji je nato treba preizkusiti, ali je to neenako obravnavanje (oziroma enako obravnavanje) morebiti upravičeno. Po potrebi je treba opraviti preizkus sorazmernosti.

60. Ne glede na to je vprašljivo že, ali je mogoče načelo enakega obravnavanja iz člena 42 Direktive 77/91 zaradi njegovega dokaj nedoločnega normativnega pomena²⁰ uporabiti v tako specifičnem položaju, kot je

20 – Grechenig, K., op. cit. (opomba 9), str. 581, kritizira nejasen normativni pomen načela enakega obravnavanja iz člena 42 Direktive 77/91. Hefermehl, W., Bungeroth, E., *Aktiengesetz*, 1. knjiga, München 1984, člen 53 a, točka 13, str. 14, kritizirata nedoločljivost te določbe. Grundmann, S., *Europäisches Gesellschaftsrecht*, Heidelberg 2004, točka 325, str. 146, glede dogmatike tega načela navaja, da načelo enakega obravnavanja sicer velja predvsem za kapitalška vprašanja, vendar pa je opredeljeno na splošno. Zato naj bi ga bilo treba natančneje opredeliti s posamičnimi pravili.

določitev emisijske cene novih delnic v primeru povečanja kapitala.

zato, Direktiva zaradi neobstoja jasnih pravnih določb niti ne zahteva niti to ne ustreza družbeni realnosti, zlasti ker je zaradi stalnega razvoja delniškega trga vrednost in s tem tudi cena delnic družbe, ki kotira na borzi, vedno drugačna.

61. Poleg tega se po prevladujočem mnenju načelo enakega obravnavanja delničarjev, ki ga priznavajo pravni redi več držav članic Skupnosti, ne razlaga v smislu obveznosti družbe do enakega obravnavanja delničarjev, ampak se ga razume tako, da je treba neenako obravnavanje v zadostnem obsegu objektivno upravičiti.²¹ Težnja Komisije, da se ne dopusti določitev emisijske cene novih delnic, ki bi bila nižja od cene, po kateri so delnice kupili obstoječi delničarji, konec koncev stremi k strogem uresničevanju načela enakega obravnavanja, česar pa, kot je bilo že prika-

62. Kot ustrezno navajata španska vlada in vlada Združenega kraljestva, je posledica te okoliščine ta, da vsak delničar glede na trenutek nakupa in vsakokratno kotiranje na borzi svoje delnice kupi po drugačni ceni. Zato bodo vedno obstajali delničarji, ki bodo svoje delnice kupili po nižji ali tudi višji ceni od emisijske cene. Torej ni mogoče prepričljivo trditi, da so vsi delničarji v enakem položaju. Poleg tega je treba upoštevati okoliščino, da je cena delnic odvisna od mnogih ekonomskih dejavnikov, denimo od gospodarskega razvoja določene družbe, pa tudi od stanja svetovnega gospodarstva. Nanjo občutno vpliva tudi razvoj trga, to pomeni ponudba in povpraševanje. Razlike, ki se pojavljajo med starimi in novimi delničarji glede na vsakokratno nakupno ceno, torej ne izhajajo iz neenakega obravnavanja, ki bi ga bilo treba pripisati družbi,²² ampak so posledica razvoja, ki je značilen za finančne trge.

21 – Tako Hefermehl, W., Bungeroth, E., op. cit. (opomba 20), člen 53 a, točki 13 in 14, str. 14, glede na besedilo člena 53a Aktiengesetz („pod enakimi pogoji“), s katerim je člen 42 Direktive 77/91 prenesen v nemško pravo, opozarjata na to, da ta določba pušča prostor za stvarno upravičeno razlikovanje. To naj bi preprečevalo neživljenjsko togost načela enakega obravnavanja. Avtorja zato to določbo razlagata kot prepoved samovolje. Podobno tudi Grundmann, S., op. cit. (opomba 20), točka 325, str. 146; Bujalka, E., *Der Schutz von Minderheitsaktionären bei Umstrukturierungen im deutschen und slowakischen Aktienrecht*, Frankfurt na Majni 2006, str. 56; Castellano Ramírez, M. J., „Aumento del capitale sociale“, *Armonie e disarmonie nel diritto comunitario delle società di capitali*, 1. knjiga, Milano 2003, str. 837. Kot razlaga Vásquez Albert, D., *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas* (ur. Ignacio Arroyo in José Miguel Embid), II. knjiga, člen 159, str. 1671 in naslednja, španski zakon o delniških družbah načela enakega obravnavanja izrecno ne vsebuje, ampak ga je razvila zlasti pravna doktrina, ki je izhajala iz pravne ideje člena 42 Direktive 77/91. Avtor meni, da načelo enakega obravnavanja ne zahteva identične obravnave vseh delničarjev. Prepovedovalo naj bi zgolj samovoljno ali diskriminatorno neenako obravnavanje, ne pa stvarno upravičenega neenakega obravnavanja. Avtor meni, da bi šlo za kršitev načela enakega obravnavanja v primeru povečanja kapitala na primer tedaj, če bi se del novih delnic izdal le delu delničarjev ob izključitvi preostalih delničarjev in delnic.

22 – To pa bi bilo vsekakor pogoj za uporabo načela enakega obravnavanja, ki ga pozna pravo družb, kajti to načeloma velja le za družbena razmerja med delniško družbo in njenimi delničarji (glej Hefermehl, W., Bungeroth, E., op. cit. (opomba 20), člen 53 a, točka 19, str. 16).

63. V zvezi z možnostjo določitve emisijske cene novih delnic tudi pod tržno vrednostjo, ki jo graja Komisija, je najprej treba ugotoviti, da je njena argumentacija enostranska, kajti očitno izhaja iz tega, da si je neenako obravnavanje starih in novih delničarjev mogoče predstavljati le, če je cena, po kateri so obstoječi delničarji kupili svoje delnice, popolnoma ustrezala tržni vrednosti, pri čemer imajo korist od odbitka le novi delničarji. Vendar pa ne navaja morebitne možnosti uporabe načela enakega obravnavanja v drugih možnih položajih, ko tretje osebe kupijo nove delnice po ceni, ki celo presega tržno vrednost, ali ko so sami stari delničarji svoje delnice kupili pod tržno vrednostjo.

na primer velja za pravne rede Nemčije,²⁴ Francije,²⁵ Italije,²⁶ Slovenije²⁷ in Združenega kraljestva.²⁸

65. Upoštevati je treba tudi argument, ki ga uveljavljata španska in poljska vlada, da Direktiva 77/91 in LSA vsekakor določata

64. Poleg tega je treba upoštevati, da morebitne določitve emisijske cene novih delnic tudi pod tržno vrednostjo ne dopušča zgolj španska ureditev, ki je predmet spora, ampak tudi veljavni predpisi drugih držav članic, kar Komisija izrecno priznava v svoji repliki.²³ To

- 24 – Emisijski znesek v skladu s četrtem stavkom člena 186(3) Aktiengesetz ne sme „biti bistveno nižji“ od borzne cene. Člen 255(1) Aktiengesetz dopušča izpodbijanje povečanja kapitala z vložki. V skladu s to določbo se lahko izpodbijanje, če je bila prednostna pravica delničarjev v celoti ali delno izključena, opira tudi na to, da je emisijski znesek, ki izhaja iz sklepa o povečanju osnovnega kapitala, ali najnižji znesek, pod katerim se nove delnice ne smejo izdati, določen „nesorazmerno nizko“. Iz tega je mogoče sklepati, da je odbitek v skladu z nemškim pravom v ozkih mejah vsekakor mogoč (v tem smislu Schlitt, M., Seiler, O., „Aktuelle Rechtsfragen bei Bezugsrechtmissionen“, *Wettbewerb in Recht und Praxis* (2003), številka 45, str. 2176).
- 25 – Člen 7 Uredbe št. 2005-112 z dne 10. februarja 2005 o spremembi člena 155-5 Uredbe št. 67-236 z dne 23. marca 1967 o gospodarskih družbah in vrednostnih papirjih, ki jih izdajo gospodarske družbe (*Décret n° 2005-112 du 10 février 2005 modifiant le décret n° 67-236 du 23 mars 1967 sur les sociétés commerciales et relatif aux valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales*, *Journal Officiel de la République Française*, št. 36 z dne 12. februarja 2005, str. 2404, besedilo točke 30) določa, da mora emisijska cena ustrezati vsaj povprečni vrednosti iz borzne kotacije zadnjih treh borznih trgovanj pred njeno določitvijo, po potrebi „z upoštevanjem največ 5 % odbitka“.
- 26 – Člen 2441(6) italijanskega civilnega zakonika (*Codice Civile*) določa, da mora emisijska cena upoštevati borzno kotacijo v zadnjih šestih mesecih.
- 27 – V skladu s členom 400(2) slovenskega *Zakona o gospodarskih družbah* se izpodbijanje lahko opira tudi na to, da je emisijski znesek ali najnižji znesek, pod katerim se nove delnice ne smejo izdati, v sklepu o povečanju osnovnega kapitala določen „nesorazmerno nizko“ (glej Kocbek, M., *Veliki komentar Zakona o gospodarskih družbah / ZGD-1* (ur. Marijan Kocbek), 2. knjiga, Ljubljana 2007, člen 400, str. 738 in naslednja).
- 28 – V skladu z „Guidelines“ tako imenovane „Pre-emption Group“, h kateri sodijo London Stock Exchange ter različne družbe in banke, ki kotirajo na borzi, so 5-odstotni odbitki od tržne vrednosti praviloma dopustni. Niso pa izključeni niti večji odbitki (glej Myners, P., *Pre-emption rights on a public company's ability to raise new capital*, 8. februar 2005, str. 47, dostopno na naslovu <http://www.berr.gov.uk/files/file28436.pdf>). „Guidelines“ sicer niso pravno zavezujoče, vendar se jih večinoma upošteva (k temu glej Gower and Davies, *The Principles of Modern Company Law*, 7. izdaja, London 2003, str. 637).

23 – Glej točko 16 replike.

jamstva, ki naj bi preprečila določitev emisijske cene, ki bi bila veliko nižja od tržne vrednosti. Kot navedeno, Direktiva 77/91 to odločitev prepušča skupščini delničarjev.²⁹ V skladu s členom 29(4) Direktive 77/91 mora upravni ali poslovodni organ zato skupščini delničarjev predložiti pisno poročilo z navedbo razlogov za omejitve ali odvzem prednostne pravice in utemeljiti predlagano ceno izdaje. Člen 159 LSA pa je še strožji od te ureditve prava Skupnosti, saj poleg tega zahteva tudi poročilo revizorja, ki ga za ta namen imenuje urad, ki vodi register gospodarskih družb, in ki mora vsebovati te podatke: (1) presojo tega, ali je vrednost delnic sorazmerna, (2) presojo vrednosti izključenih prednostnih pravic in (3) preizkus točnosti podatkov v stališču uprave.

Skupščina delničarjev mora zato to odločitev, ne glede na vprašanje, ali so poročila pravno zavezujoča ali ne, nujno sprejeti v interesu samih delničarjev na podlagi njej predloženih poročil. Stroge zahteve za izdajo novih delnic³¹ v skladu s členom 159 LSA so torej namenjene varstvu delničarjev in jih zato ni mogoče označiti za zgolj postopkovne določbe.³² Šteti jih je treba za dodatna jamstva, da se prepreči določitev nesorazmerno nizke emisijske cene.

66. Skupščina delničarjev v nasprotju z navedbami Komisije o izključitvi prednostne pravice in o načinu izdaje ne more v celoti odločiti po prostem preudarku. Prav tako kot obveznost predložitve poročila v skladu s členom 29(4) Direktive 77/91 so dodatne obveznosti poročanja, ki jih določa nacionalno pravo, namreč namenjene zagotovitvi tega, da se v interesu delničarjev in upnikov sprejme stvarno utemeljena odločitev.³⁰

²⁹ – Glej točko 56 teh sklepnih predlogov.

³⁰ – Tako tudi Bagel, F., *Der Ausschluss des Bezugsrechts in Europa*, Köln 1999, str. 352, ki meni, da je obveznost predložitve poročila iz člena 29(4) Direktive 77/91 pogoj za to, da skupščina delničarjev sprejme stvarno utemeljen sklep.

³¹ – Menim, da so te določbe združljive s pravom Skupnosti, saj določajo strožje pogoje za varstvo prednostne pravice delničarjev. To je v skladu s sodno prakso Sodišča pogoj Direktive 77/91, da države članice lahko sprejmejo strožje določbe. To izhaja iz sodbe Siemens proti Nold (navedena v opombi 8, točka 22). Predmet postopka je bil predlog za sprejetje predhodne odločbe nemškega Bundesgerichtshof, s katerim je to Sodišču predložilo vprašanje, ali je bila njegova dosedanja sodna praksa glede izključitve prednostne pravice v skladu s pravom Skupnosti. Bundesgerichtshof je od leta 1978, to pomeni od uveljavitve Direktive 77/91, zahtevalo tehtanje interesov manjšine in večine ter določilo zahtevo, da mora biti izključitev prednostne pravice nujna in sorazmerna. Sodišče je na to vprašanje odgovorilo pritrdilno s sklicevanjem na združljivost z varstvenim ciljem direktive.

³² – V tem smislu tudi Grechenig, K., op. cit. (opomba 13), str. od 135 do 137, ki določbe člena 159 LSA v zvezi z izključitvijo prednostne pravice, obveznostjo družbe, da skupščini delničarjev predloži poročilo, in določitvijo emisijske cene uvršča pod varstvo delničarjev. Bagel, F., op. cit. (opomba 30), str. 353, opozarja na to, da so države članice določile nadaljnje procesne in materialne pogoje za izključitev prednostne pravice poleg tistih iz člena 29(4) Direktive 77/91. Po njenem mnenju pa strožje zahteve glede obveznosti poročanja in dodatnih poročil niso v neskladju z direktivo, ampak nasprotno prispevajo k večjemu varstvu delničarjev in tudi upnikov. Tako mnenje deli tudi Henze, H., „Das Richtlinienrecht und der Schutz der Minderheitsgesellschaftern und Gläubiger im deutschen Aktienrecht – verdeckte Sacheinlage, Bezugsrecht und Verschmelzungsbericht“, *Systembildung und Systemlücken in Kerngebieten des europäischen Privatrechts*, 2000, str. 249, ki navaja, da se vsebina člena 29(4) Direktive 77/91 ne izčrpa v ureditvi procesnih vidikov, ampak z obveznostjo uprave, da skupščini delničarjev predloži poročilo o razlogih za izključitev prednostne pravice pri povečanju kapitala z denarnimi vloži in da obrazloži predlagani emisijski znesek, upošteva tudi materialne okoliščine, namenjene varstvu manjšinskih družbenikov.

67. Na podlagi navedenega ni mogoče ugotoviti, da bi bil člen 159 LSA v neskladju s členom 42 v zvezi s členom 29(1) in (4) Direktive 77/91.

70. Ker člen 158(1) LSA pravico do prednostnega vpisa priznava tudi imetnikom zamenljivih obveznic, drugače kot člen 29(1) Direktive 77/91, ki upošteva le delničarje,³³ je treba Komisiji pritrditi, da je vsaj glede na besedilo mogoče ugotoviti protislovje z določbo direktive,³⁴ ki kaže na kršitev prava Skupnosti.

68. Prvi tožbeni razlog je zato treba zavrniti kot neutemeljenega.

71. Španska vlada sicer priznava to protislovje v besedilu,³⁵ vendar hkrati zatrjuje, da je v členu 29(1) Direktive 77/91 navedeno, da se nove delnice delničarjem ponudijo „prednostno“ in ne „izključno“. Poleg tega španska vlada zavrača razlago, ki izhaja iz besedila, in namesto tega zagovarja razlago, ki je usmerjena k ciljem Direktive 77/91 in interesom družbe ter ki tudi imetnike zamenljivih obveznic prišteva h krogu upravičencev v skladu s členom 29(1) Direktive 77/91.

2. Drugi tožbeni razlog

69. Komisija z drugim tožbenim razlogom zatrjuje kršitev člena 29(1) Direktive 77/91, in sicer zato ker člen 158(1) LSA priznava pravico do prednostnega vpisa delnic v primeru povečanja vpisanega kapitala z denarnimi vložki ne le delničarjem, ampak tudi imetnikom zamenljivih obveznic.

33 – S primerjalnopravnega vidika je treba ugotoviti, da je bil člen 29(1) Direktive 77/91 v Nemčiji prenesen s členoma 186 in 221(4) Aktiengesetz z dne 6. septembra 1965 (BGBl. I, str. 1089, nazadnje spremenjen s členom 11 zakona z dne 16. julija 2007 (BGBl. I, str. 1330)), v Avstriji pa s členoma 153 in 174 Bundesgesetz über Aktiengesellschaften (zvezni zakon o delniških družbah) z dne 31. marca 1965 (BGBl. št. 98/1965, nazadnje spremenjen z BGBl. I št. 42/2001). V skladu s tem imajo izključno delničarji prednostno pravico do novih delnic in zamenljivih obveznic.

34 – Vásquez Albert, D., op. cit. (opomba 7), str. 1698; Pisani Massamormile, A., op. cit. (opomba 9), str. 714, in Castellano Ramírez, M. J., op. cit. (opomba 21), str. 825 in 829, pravilno ugotavljajo, da člen 29(1) Direktive 77/91, drugače kot člen 158(1) LSA, imetnikom zamenljivih obveznic ne priznava pravice do prednostnega vpisa. Castellano Ramírez pojasnjuje, da je bila razširitev te pravice na imetnike zamenljivih obveznic samostojna odločitev španskega zakonodajalca, ki ni bila sprejeta v zvezi s prenosom Direktive 77/91.

35 – Glej točko 39 odgovora na tožbo.

72. Menim, da razlaga, ki jo predlaga španska vlada, ni le v neskladju z jasnim besedilom člena 29(1) Direktive 77/91. Prav tako je ni mogoče opreti na sistematično oziroma teleološko razlago te določbe.

73. Člen 29(1) Direktive 77/91 jasno določa, da se morajo ob vsakem povečanju kapitala delnice prednostno ponuditi delničarjem „sorazmerno s kapitalskim deležem, ki ga predstavljajo njihove delnice“. Kot pravilno navaja Komisija, zamenljive obveznice ne spadajo k vpisanemu kapitalu družbe. Iz tega izhaja, da imetnikom zamenljivih obveznic ni mogoče izdati delnic sorazmerno z njihovim deležem.

74. V nasprotju z mnenjem španske vlade pojma „delničar“ v smislu člena 29(1) Direktive 77/91 tudi ni mogoče razumeti tako, da vključuje imetnike zamenljivih obveznic. Iz primerjave člena 29(1) s členom 29(6) Direktive 77/91 namreč izhaja, da se je zakonodajalec Skupnosti, ko je urejal prednostno pravico delničarjev, vsekakor zavedal obstoja zamenljivih obveznic in podobnih vred-

nostnih papirjev, zlasti ker so v členu 29(6) Direktive 77/91 navedeni „vrednostni papirji, ki jih je mogoče spremeniti v delnice“. Ta določba bi bila odveč, če bi se tudi imetnike zamenljivih obveznic obravnavalo kot delničarje.

75. Kot pravilno ugotavlja španska vlada, člen 29(1) Direktive 77/91 ne govori o „izključni“ ponudbi novih delnic delničarjem. To tudi ni smisel in namen prednostne pravice delničarjev, ki je predmet obravnavane zadeve. S tega vidika navedbe španske vlade zgrešijo bistvo. Gre namreč za zakonsko priznanje pravnega položaja,³⁶ ki delničarjem v primeru povečanja kapitala dopušča, da na novo izdane delnice kupijo prednostno. Direktiva španskega zakonodajalca zavezuje, da v okviru prenosa v nacionalno pravo ustvari zakonske pogoje za uveljavitev tega prednostnega položaja. To ustreza njegovi dolžnosti glede zagotovitve polnega učinka direktiv ob upoštevanju njihovih ciljev.³⁷ Ti zakonski pogoji pa niso izpolnjeni, če lahko imetniki zamenljivih obveznic izpodbijajo pravico delničarjev do prednostnega vpisa, pri čemer ti ne morejo uveljaviti pravice, ki jo izrecno varuje direktiva.³⁸

36 – Natterer, J., op. cit. (opomba 8), str. 68, pa meni, da ni treba, da bi bila prednostna pravica zakonsko predpisana. V pravnoteoretičnem smislu naj bi bila to namreč naravna pravica člana pravne osebe, ki izhaja iz kapitala.

37 – V skladu z ustaljeno sodno prakso mora prenos direktive dejansko zagotavljati njeno dosledno izvajanje (v tem smislu glej med drugim sodbe z dne 9. septembra 1999 v zadevi Komisija proti Nemčiji, C-217/97, Recueil, str. I-5087, točka 31; z dne 16. novembra 2000 v zadevi Komisija proti Grčiji, C-214/98, Recueil, str. I-9601, točka 49, in z dne 11. julija 2002 v zadevi Marks & Spencer, C-62/00, Recueil, str. I-6325, točka 26).

38 – Za primerjavo glej pravni položaj v Nemčiji in Avstriji. V skladu s členom 187 nemškega in členom 154 avstrijskega Aktiengesetz se lahko imetnikom zamenljivih obveznic sicer zagotovijo pravice do vpisa novih delnic, vendar le s pridržkom prednostne pravice delničarjev. Ta ureditev prispeva k temu, da se ne posega v prednostno pravico delničarjev.

76. Člen 158(1) LSA je v neskladju s ciljem člena 29(1) Direktive 77/91, v skladu s katerim je treba delničarju zagotoviti prednostno pravico. Kot je bilo uvodoma omenjeno, je cilj te pravice varstvo delničarja pred razvrednotenjem njegovega deleža v osnovnem kapitalu delniške družbe.³⁹ Tega cilja pa ni mogoče doseči, če tudi imetniki zamenljivih obveznic pridobijo prednostno pravico in s tem pri izdaji novih delnic v okviru povečanja kapitala družbe konkurirajo delničarjem.⁴⁰

78. Iz zgornjih ugotovitev izhaja, da je člen 158(1) LSA, s tem da priznava pravico do prednostnega vpisa delnic v primeru povečanja vpisanega kapitala z denarnimi vložki ne le delničarjem, ampak tudi imetnikom zamenljivih obveznic, v neskladju tako z besedilom kot tudi s smislom in namenom člena 29(1) Direktive 77/91.

77. Izvajanje te pravice jim namreč omogoča udeležbo v osnovnem kapitalu, ne da bi morali predtem svoje obveznice zamenjati za delnice. Posledično delničarji tvegajo, da bo njihov delež razvrednoten v korist imetnikov zamenljivih obveznic, čeprav slednji morebiti ne izpolnjujejo pogojev skupščine delničarjev za zamenjavo svojih obveznic. Tveganje zmanjšanja deleža in s tem poslabšanja položaja delničarjev obstaja, predvsem če imetniki zamenljivih obveznic izpolnjujejo pogoje za zamenjavo za delnice, zlasti ker imajo potem na voljo dve različni možnosti za pridobitev deležev v družbi. To pa bi pomenilo privilegiranje imetnikov zamenljivih obveznic v škodo delničarjev.⁴¹

79. Drugi tožbeni razlog je zato utemeljen.

3. Tretji tožbeni razlog

39 – Glej točko 45 teh sklepnih predlogov.

40 – Grechenig, K., op. cit. (opomba 9), točka 4, str. 583, meni, da je pravica delničarjev do prednostnega vpisa jasno omejena, če drugi vlagatelji razpolagajo s primerljivimi pravicami. Castellano Ramírez, M. J., op. cit. (opomba 21), str. 829, opomba 135, meni, da se utegne položaj delničarjev poslabšati, če imajo zaradi konkurence imetnikov zamenljivih obveznic manj možnosti, da kupijo nove delnice. Avtorica opozarja na kritiko te ureditve v španski literaturi.

41 – Alonso Espinosa, F. J., *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas* (ur. Ignacio Arroyo in José Miguel Embid), III. knjiga, členi 292, 293 in 294, str. 2815, prav tako opozarja na nevarnost privilegiranja imetnikov zamenljivih obveznic v škodo delničarjev.

80. Komisija s tretjim tožbenim razlogom zatrjuje kršitev člena 29(6) v zvezi s členom 29(1) Direktive 77/91, saj člen 293(2) LSA pravico do prednostnega

vpisa zamenljivih obveznic priznava ne le delničarjem, ampak tudi imetnikom zamenljivih obveznic iz prejšnjih izdaj.

smislu veljajo moje ugotovitve v zvezi z drugim tožbenim razlogom.

81. Člen 29(1) iste direktive, kot je bilo že ugotovljeno, priznava pravico do prednostnega vpisa delnic le delničarjem. Iz člena 29(6) Direktive 77/91 poleg tega izhaja, da odstavki od 1 do 5 veljajo za izdajo vseh vrednostnih papirjev, ki jih je mogoče spremeniti v delnice. To napotilo na člen 29(1) je treba razumeti tako, da Direktiva 77/91 pravico do prednostnega vpisa zamenljivih obveznic priznava le delničarjem.⁴²

84. Tretji tožbeni razlog je zato utemeljen.

82. Nasprotno pa člen 293(2) LSA določa, da imajo tako pravico tudi imetniki zamenljivih obveznic iz prejšnjih izdaj. Zato je tudi tu treba ugotoviti, da nacionalna zakonodaja presega to, kar določa Direktiva 77/91. Ta prekoračitev okvira ureditve, ki ga določa pravo Skupnosti, vsekakor pomeni kršitev Direktive 77/91, saj je v škodo delničarjem.

4. Četrty tožbeni razlog

85. Komisija s četrtyim tožbenim razlogom zatrjuje kršitev člena 29(6) v zvezi s členom 29(4) Direktive 77/91, saj LSA ne predvideva, da lahko skupščina delničarjev odloči o izključitvi pravice do prednostnega vpisa zamenljivih obveznic.

83. Tako kot v položaju, opisanem v okviru drugega tožbenega razloga, namreč tudi pri nakupu zamenljivih obveznic obstaja konkurenčno razmerje med delničarji in imetniki zamenljivih obveznic iz prejšnjih izdaj. V tem

86. Člen 29(4) Direktive 77/91 določa, da lahko skupščina delničarjev pod natančnejše določenimi pogoji delničarjem s sklepom odvzame prednostno pravico. V skladu s členom 29(6) Direktive 77/91 ta določba velja tudi za prednostno pravico delničarjev v zvezi z izdajo vrednostnih papirjev, ki jih je mogoče spremeniti v delnice.

⁴² – V tem smislu tudi Vásquez Albert, D., op. cit. (opomba 7), str. 1698.

87. V zvezi s prenosom zgoraj navedenih določb prava Skupnosti v špansko pravo je treba ugotoviti, da člen 159 LSA izrecno določa pravico skupščine delničarjev, da odloči o izključitvi prednostne pravice. Nasprotno pa člen 293 LSA, ki delničarjem družbe priznava pravico do prednostnega vpisa zamenljivih obveznic, za te primere ne predvideva iste pravice skupščine delničarjev do izključitve prednostne pravice. Medtem ko se namreč v skladu s členom 293(3) LSA pri pravici do prednostnega vpisa zamenljivih obveznic lahko uporabijo določbe člena 158 tega zakona, to napolnilo ne zajema člena 159 LSA. Glede na to je treba pritrditi Komisiji, da španski LSA kot predpis države članice o prenosu vsaj glede na besedilo odstopa od določb direktive.

88. Tudi navedbe španske vlade, da je treba za sklep, da špansko pravo družb predvideva izključitev pravice do prednostnega vpisa zamenljivih obveznic, uporabiti sistematično razlago določb LSA, ne morejo ovreči tega sklepa. Španska vlada zlasti ni pojasnila, zakaj člen 293(3) LSA ne napotuje neposredno na osrednjo ureditev v členu 159 LSA, ki se nanaša na izključitev prednostne pravice, kar bi podpiralo razlago, ki jo zagovarja.

89. Zavedam se, da pri vprašanju, ali je neka določba nacionalnega prava v neskladju s pravom Skupnosti, ni odločilno le besedilo te določbe, ampak je treba poleg tega upoštevati tudi razlago, ki so jo nacionalna sodišča oblikovala v zvezi s to določbo.⁴³ Z oblikovanjem zavezujoče razlage zakona za vse naslovnike pravnih norm se sodna praksa v državi članici kaže kot nepogrešljivo merilo za presojo, ali sta prenos in razlaga nacionalnega prava v skladu s pravom Skupnosti. Vendar pa španska vlada ni navedla ničesar, kar bi nakazovalo, da so najvišja sodišča podala razlago LSA, ki je v skladu s pravom Skupnosti, ali kar bi izkazovalo vsaj prevladujoče mnenje v pravni teoriji.⁴⁴ Namesto tega se je sklicevala na svojo lastno razlago zakona, ne

43 – Lenaerts, K., Arts, D., Maselis, I., *Procedural Law of the European Union*, 2. izdaja, London 2006, točka 5-056, str. 162, opozarjajo na to, da je treba učinkovanje nacionalnih zakonov, uredb in upravnih določb presoјati z vidika razlage, ki so jo oblikovala nacionalna sodišča. Razlaga nacionalnega prava, ki je v skladu s pravom Skupnosti, je bila, kot je bilo že omenjeno v opombi 31 teh sklepnih predlogov, predmet predloga za sprejetje predhodne odločbe nemškega Bundesgerichtshof v zadevi C-42/95, Siemens proti Nold.

44 – Dejansko kaže, da so nekateri španski avtorji zastopali stališče, da pravice do prednostnega vpisa zamenljivih obveznic ni bilo mogoče izključiti zato, ker člen 293(3) LSA ne napotuje na člen 159 LSA (tako na primer Vicent Chulia, F., *Compendio crítico de derecho mercantil*, 3. izdaja, Barcelona 1991, str. 800). Dandanes očitno večina avtorjev v španski pravni teoriji zagovarja sistematično in teleološko razlago teh določb oziroma vsaj analogno uporabo člena 159 LSA pri prednostni pravici imetnikov zamenljivih obveznic (glej Alonso Espinosa, F. J., op. cit. (opomba 40), člen 293, str. 2818 in naslednja; Grechenig, K., op. cit. (opomba 9), točka 4, str. 584). Kot pa je znano, analogna uporaba predpostavlja obstoj pravne praznine. Komisija pa v svoji tožbi navaja prav očitke pravne praznine.

da bi pri tem razpršila ovrgla ostale dvome glede pravilnega prenosa direktive. Njene navedbe so zato glede na postopkovna pravila o trditvenem in dokaznem bremenu nezadostno utemeljene.

posameznik v polnem obsegu seznanj s svojimi pravicami in se pred nacionalnimi sodišči sklicuje nanje.⁴⁶ Španski zakonodajalec, s tem da na podlagi člena 293(3) LSA ni mogoče nedvoumno ugotoviti, da lahko skupščina delničarjev odloči o izključitvi pravice do prednostnega vpisa zamenljivih obveznic, ni pravilno prenesel člena 29(6) v zvezi s členom 29(4) Direktive 77/91.

90. Ne glede na to se strinjam z mnenjem Komisije, da zgoraj navedene določbe države članice vsekakor ne dosegajo vsaj minimalne stopnje določnosti in jasnosti in s tem ne zadostijo zahtevam glede pravne varnosti in jasnosti.

92. Tudi ta tožbeni razlog je zato utemeljen.

91. Prenos direktive v nacionalno pravo sicer ne zahteva nujno, da se njene določbe formalno in dobesedno prenesejo v izrecen poseben zakon.⁴⁵ Vendar pa morajo države članice, da bi zagotovile dosledno izvajanje prava Skupnosti, v skladu z ustaljeno sodno prakso ne le uskladiti svoje pravo s pravom Skupnosti, ampak tudi ustvariti tako določen, jasen in pregleden položaj, da se lahko

VII – Stroški

93. V skladu s členom 69(2) Poslovnika se neuspeli stranki naloži plačilo stroškov. Ker Kraljevina Španija s svojimi predlogi v bistvenem obsegu ni uspela, naj se ji naloži plačilo stroškov.

45 – Sodbe z dne 15. marca 1990 v zadevi Komisija proti Nizozemski (C-339/87, Recueil, str. I-851, točka 25); z dne 28. februarja 1991 v zadevi Komisija proti Nemčiji (C-131/88, Recueil, str. I-825, točka 8) in z dne 30. maja 1991 v zadevi Komisija proti Nemčiji (C-59/89, Recueil, str. I-2607, točka 18).

46 – Glej v tem smislu, v zvezi z direktivami, sodbi z dne 28. februarja 1991 v zadevi Komisija proti Italiji (C-360/87, Recueil, str. I-791, točka 12) in z dne 15. junija 1995 v zadevi Komisija proti Luksemburgu (C-220/94, Recueil, str. I-1589, točka 10). Glej tudi sodbi z dne 18. januarja 2001 v zadevi Komisija proti Italiji (C-162/99, Recueil, str. I-541, točke od 22 do 25) in z dne 6. marca 2003 v zadevi Komisija proti Luksemburgu (C-478/01, Recueil, str. I-2351, točka 20).

VIII – Predlog

94. Na podlagi zgornjih ugotovitev Sodišču predlagam, naj:

- ugotovi, da Kraljevina Španija, s tem da Direktive 77/91 ni pravilno prenesla v svojo zakonodajo, ni izpolnila obveznosti iz te direktive, zlasti tistih iz:
 - a) člena 29(1), s tem da pravice do prednostnega vpisa delnic v primeru povečanja vpisanega kapitala z denarnimi vložki ne priznava le delničarjem, ampak tudi imetnikom zamenljivih obveznic;
 - b) člena 29(6) v zvezi s členom 29(1), s tem da pravice do prednostnega vpisa zamenljivih obveznic ne priznava le delničarjem, ampak tudi imetnikom zamenljivih obveznic iz prejšnjih izdaj;
 - c) člena 29(6) v zvezi s členom 29(4), s tem da ni določila, da lahko skupščina delničarjev odloči o izključitvi pravice do prednostnega vpisa zamenljivih obveznic;

- v preostalem delu tožbo zavrne kot neutemeljeno;

- Kraljevini Španiji naloži plačilo stroškov.