CONCLUSIONI DELL'AVVOCATO GENERALE
VERICA TRSTENJAK
presentate il 4 settembre 2008 [1]

I — Introduzione

1. La presente causa si fonda su un ricorso per inadempimento della Commissione ai sensi dell'art. 226 CE, mediante il quale essa chiede alla Corte di giustizia delle Comunità europee di dichiarare che il Regno di Spagna ha violato gli obblighi ad esso incombenti in forza degli artt. 29 e 42 della direttiva del Consiglio 13 dicembre 1976, 77/91/CEE [2] (in prosieguo: la «direttiva 77/91»), non avendo recepito correttamente le summenzionate disposizioni della direttiva nel proprio ordinamento nazionale.

2. Il ricorso ha ad oggetto diversi aspetti del diritto di opzione degli azionisti in relazione ad aumenti di capitale mediante conferimento in denaro da parte dei soci, e soprattutto le condizioni previste dalla legge per un'esclusione del diritto di opzione, la compatibilità con il diritto comunitario di una previsione nazionale la quale accorda un siffatto diritto anche ai titolari di obbligazioni convertibili in azioni [3] nonché le condizioni previste dal diritto comunitario che devono essere osservate al momento della fissazione del prezzo di emissione delle nuove azioni.

II — Contesto normativo

A — *Normativa comunitaria*

3. Il fondamento normativo della direttiva 77/91 è costituito dall'art. 44, n. 2, lett. g), CE,

1 — Lingua originale: il tedesco.

2 — Seconda direttiva del Consiglio 13 dicembre 1976, 77/91/CEE, intesa a coordinare, per renderle equivalenti, le garanzie che sono richieste, negli Stati membri, alle società di cui all'articolo 58, secondo comma, del Trattato, per tutelare gli interessi dei soci e dei terzi per quanto riguarda la costituzione della società per azioni, nonché la salvaguardia e le modificazioni del capitale sociale della stessa (GU 1977, L 26, pag. 1).

3 — Le obbligazioni convertibili in azioni sono obbligazioni caratterizzate dal fatto che al creditore, oltre alla ripetizione, viene accordata, quale particolare diritto di godimento, la facoltà di convertire le obbligazioni in azioni oppure di sottoscrivere nuove azioni (v. Nagele, *Kommentar zum Aktiengesetz* [a cura di v. Peter Jabornegg/Rudolf Strasser], 4ª edizione, Vienna, 2002, III parte [artt. 145-273 AktG], punto 5, pag. 5; Peifer, K.-N., *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, 2ª edizione, 2005, art. 186 AktG, punto 33; Hüffer, U., *Aktiengesetz*, 8ª edizione, vol. 53, art. 160 AktG, punto 12; Holland, B., «Die Bedienung von Wandelanleihen aus genehmigtem Kapital», *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht*, 2006, fascicolo 23, pag. 892; Kocbek, M., *Veliki komentar Zakona o gospodarskih družbah / ZGD-1* [a cura di v. Marijan Kocbek], 2° vol., Ljubljana 2007, art. 371, pag. 664 e segg.). Dal punto di vista finanziario le obbligazioni convertibili in azioni costituiscono titoli ibridi, in quanto esse garantiscono in primo luogo, nella loro qualità di obbligazioni, una rendita fissa e, nel caso di loro conversione, una rendita variabile (v. Tapia Hermida, A. J., «Obligaciones convertibles», *Diccionario de Derecho de Sociedades* [a cura di Carmen Alonso Ledesma], Madrid, 2006, pag. 820 e segg.).

ai sensi del quale il Consiglio e la Commissione coordinano, nella necessaria misura e al fine di renderle equivalenti, le garanzie che sono richieste, negli Stati membri, alle società per proteggere gli interessi tanto dei soci come dei terzi.

4. Il secondo e il quinto 'considerando' della direttiva 77/91 così recitano:

«considerando che per assicurare l'equivalenza minima della protezione degli azionisti e dei creditori delle società occorre in particolare coordinare le disposizioni nazionali riguardanti la loro costituzione nonché la salvaguardia, l'aumento e la riduzione del capitale delle società per azioni.

(…)

considerando che in conformità degli obiettivi di cui all'articolo 54, paragrafo 3, lettera g) [divenuto, inseguito a modifica, art. 44, n. 2, lett. g), CE], è necessario che, in materia di aumento e di riduzione del capitale, gli Stati membri, nelle loro legislazioni tutelino l'osservanza ed armonizzino l'applicazione dei principi atti a salvaguardare la parità di trattamento degli azionisti che si trovano in condizioni identiche e la protezione dei creditori esistenti prima della decisione di riduzione».

5. L'art. 29 della direttiva 77/91 stabilisce quanto segue:

«1. Nel caso di aumento di capitale sottoscritto mediante conferimenti in denaro, le azioni devono essere offerte in opzione agli azionisti in proporzione della quota di capitale rappresentata dalle loro azioni.

(…)

(4) Il diritto di opzione non può essere escluso o limitato dallo statuto o dall'atto costitutivo. L'esclusione o la limitazione possono essere tuttavia decise dall'assemblea. L'organo di amministrazione o di direzione è tenuto a presentare a tale assemblea una relazione scritta che precisi i motivi per limitare o sopprimere il diritto di opzione e giustifichi il prezzo di emissione proposto. L'assemblea delibera secondo le regole di numero legale e di maggioranza prescritta nell'articolo 40 (…).

(…)

(6) I paragrafi da 1 a 5 si applicano all'emissione di tutti i titoli convertibili in azioni o

forniti di un diritto di sottoscrizione di azioni, ma non alla conversione di tali titoli né all'esercizio del diritto di sottoscrizione».

6. L'art. 42 della direttiva 77/91 prescrive quanto segue:

«Per l'applicazione della presente direttiva le legislazioni degli Stati membri salvaguardano la parità di trattamento degli azionisti che si trovano in condizioni identiche».

«Nel caso di aumenti di capitale mediante emissione di nuove azioni ordinarie o privilegiate, gli azionisti e i titolari di obbligazioni convertibili in azioni possono esercitare, entro il termine loro accordato dall'amministrazione della società, termine che, nel caso di società quotate in borsa, non può essere inferiore a quindici giorni e, in tutti gli altri casi, ad un mese a decorrere dalla pubblicazione della comunicazione dell'offerta di sottoscrizione per la nuova emissione nel *Boletín Oficial del Registro Mercantil* [Bollettino dell'ufficio del registro commerciale], il proprio diritto alla sottoscrizione di una quota proporzionale al valore nominale delle azioni già in loro possesso o corrispondente al valore delle loro obbligazioni convertibili in azioni, ovvero esercitare, in tale occasione, il loro diritto alla conversione [delle obbligazioni convertibili in azioni]».

B — *Normativa nazionale*

7. La direttiva 77/91 è stata recepita nell'ordinamento spagnolo mediante gli artt. 158, 159 e 293 del Real Decreto Legislativo 22 dicembre 1989, n. 1564/1989, mediante il quale è stata approvata la Ley de Sociedades Anónimas (legge sulle società per azioni; in prosieguo: la «LSA»).

8. L'art. 158, n. 1, LSA riconosce il diritto di opzione di azioni nell'ipotesi di aumento di capitale di società per azioni mediante l'emissione di nuove azioni:

9. L'art. 159 LSA disciplina l'esclusione del diritto di opzione, previsto dall'art. 158 LSA:

«1. Qualora l'interesse della società lo richieda, l'assemblea generale, nel decidere l'aumento di capitale, può deliberare l'esclusione totale o parziale del diritto di opzione. Ai fini della validità di tale delibera, che deve rispondere ai requisiti dettati dall'art 144, costituisce conditio sine qua non:

a) l'indicazione, nella convocazione dell'assemblea, della proposta di eliminazione

del diritto di opzione e della natura dell'emissione di nuove azioni;

b) la messa a disposizione degli azionisti, al momento della convocazione dell'assemblea, ai sensi dell'art. 144, n. 1, lett. c), di un parere elaborato dagli amministratori, in cui questi motivino in dettaglio la proposta e la natura della nuova emissione, indicando le persone a cui [le azioni] devono essere trasferite, nonché di una relazione redatta sotto la responsabilità di un revisore contabile diverso dal revisore contabile della società, nominato a tal fine dall'ufficio del registro commerciale e concernente la congruità del valore delle azioni della società, il valore teorico dei diritti di opzione di cui viene proposta l'esclusione e l'esattezza dei dati contenuti nel parere degli amministratori;

c) la corrispondenza del valore nominale delle azioni oggetto di emissione, se del caso comprensivo del premio di emissione, con il congruo valore accertato nella relazione dei revisori contabili. Nel caso di una società quotata in borsa, il valore congruo delle azioni della società deve essere inteso, salvo prova contraria, quale valore di mercato da fissarsi sul fondamento dell'andamento delle quotazioni.

In deroga a quanto sopra previsto, l'assemblea degli azionisti, nel caso di società quotate in borsa, non appena in possesso del parere degli amministratori e della relazione del revisore contabile, necessaria ai sensi del punto b, da cui deve risultare il valore patrimoniale netto delle azioni, può deliberare l'emissione di nuove azioni a qualsiasi prezzo, a condizione tuttavia che esso sia superiore al valore patrimoniale netto ad esse corrispondente e risultante dalla relazione del revisore contabile; l'assemblea degli azionisti può tuttavia limitarsi a stabilire la procedura che deve essere seguita.

(….)».

10. L'art. 293 LSA disciplina il diritto alla sottoscrizione privilegiato di obbligazioni convertibili in azioni:

«1. Gli azionisti della società hanno diritto alla sottoscrizione privilegiata di obbligazioni convertibili in azioni.

2. Il medesimo diritto spetta ai titolari di obbligazioni convertibili in azioni derivanti da emissioni anteriori nella proporzione prevista nelle disposizioni concernenti la conversione.

3. Al diritto di sottoscrizione privilegiata delle obbligazioni convertibili in azioni si applicano le disposizioni dell'art. 158 di questa legge».

III — Il procedimento precontenzioso

11. Con lettera di diffida datata 15 gennaio 2004 la Commissione richiamava l'attenzione del Regno di Spagna su taluni contrasti nel recepimento della direttiva 77/91 da parte della LSA.

12. Nella sua risposta datata 10 marzo 2004 il governo spagnolo negava qualsivoglia contrasto fra la legge in questione e la direttiva 77/91.

13. La Commissione, non ritenendo soddisfacente tale risposta, decideva di inviare al governo spagnolo, il 5 gennaio 2005, un parere motivato. In tale parere l'istituzione concedeva al governo spagnolo un termine di due mesi per apportare le necessarie modifiche alla normativa nazionale.

14. Il governo spagnolo trasmetteva quindi alla Commissione, il 4 marzo 2005, una lettera redatta dal suo Ministero per l'economia e le finanze, nella quale respingeva le richieste della Commissione.

15. Non ritenendo soddisfacenti le allegazioni del governo spagnolo, la Commissione decideva di proporre un ricorso dinanzi alla Corte di giustizia.

IV — Procedimento dinanzi alla Corte e conclusioni delle parti

16. La Commissione, con atto introduttivo depositato presso la cancelleria della Corte il 4 agosto 2006, ha chiesto di:

— dichiarare che il Regno di Spagna, non avendo correttamente trasposto la direttiva del Consiglio 13 dicembre 1976, 77/91/CEE, intesa a coordinare, per renderle equivalenti, le garanzie che sono richieste, negli Stati membri, alle società di cui all'articolo 58, secondo comma, del Trattato, per tutelare gli interessi dei soci e dei terzi per quanto riguarda la costituzione della società per azioni, nonché la salvaguardia e le modificazioni del capitale sociale della stessa, ha violato gli obblighi ad esso incombenti in forza della detta direttiva e, in particolare:

a) del suo art. 42, nel combinato disposto con l'art. 29, nn. 1 e 4, consentendo che l'assemblea generale autorizzi l'emissione di nuove azioni con esclusione del diritto di opzione ad un prezzo inferiore al loro valore congruo;

b) del suo art. 29, n. 1, concedendo il diritto di opzione di azioni nell'ipotesi di aumento del capitale sottoscritto con conferimenti in denaro non soltanto agli azionisti, ma anche ai titolari di obbligazioni convertibili in azioni;

c) del suo art. 29, n. 6, nel combinato disposto con l'art. 29, n. 1, concedendo il diritto di opzione di obbligazioni convertibili in azioni non soltanto agli azionisti, ma anche ai titolari di obbligazioni convertibili derivanti da emissioni anteriori;

d) del suo art. 29, n. 6, nel combinato disposto con l'art. 29, n. 4, non prevedendo che l'assemblea degli azionisti possa autorizzare l'esclusione del diritto di opzione di obbligazioni convertibili in azioni.

— condannare il Regno di Spagna alle spese.

17. Il Regno di Spagna chiede,

— di respingere il ricorso;

— di condannare la Commissione alle spese.

18. Il 4 dicembre 2006 la Commissione ha presentato la propria memoria di replica. La controreplica del governo spagnolo, al quale era stata concessa una proroga del termine, è stata depositata presso la Corte il 6 febbraio seguente.

19. Con ordinanza del presidente della Corte 18 gennaio 2007, il Regno Unito, la Repubblica di Polonia e la Repubblica di Finlandia sono stati ammessi ad intervenire, ai sensi dell'art. 93, n. 1, del regolamento di procedura, a sostegno del Regno di Spagna. Essi hanno presentato osservazioni scritte.

20. Poiché nessuna delle parti ha chiesto lo svolgimento di un'udienza, in esito alla riunione generale della Corte del 29 aprile 2008, si è potuto procedere alla redazione delle presenti conclusioni.

V — Motivi e principali argomenti delle parti

21. La Commissione deduce complessivamente quattro motivi di ricorso nei confronti del Regno di Spagna.

A — *Sul primo motivo di ricorso*

22. Con il suo primo motivo di ricorso la *Commissione* censura la violazione del principio della parità di trattamento degli azionisti, sancito dall'art. 42 della direttiva 77/91, in quanto l'art. 159, n. 1, lett. c), LSA consentirebbe, nel caso di un aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione, la fissazione di un prezzo di emissione per nuove azioni che potrebbe essere notevolmente inferiore al loro valore di mercato.

23. La Commissione rileva, più precisamente, che, ai sensi dell'art. 159, n. 1, lett. c), LSA, l'assemblea degli azionisti di una società quotata in borsa potrebbe deliberare l'emissione ad un prezzo a suo piacimento, a condizione tuttavia che tale prezzo sia superiore al corrispondente valore netto. Tuttavia, secondo la Commissione, il valore netto potrebbe essere inferiore del 20% o addirittura dell'80% al valore di mercato. La Commissione rinvia, a tal riguardo, alle discipline di altri Stati membri, che consentirebbero una fissazione del prezzo di emissione di nuove azioni fino ad un massimo del 5% - 10% al di sotto del valore di mercato.

24. La Commissione ne deduce che l'art. 159, n. 1, lett. c), LSA, violi l'art. 42 della direttiva 77/91, in quanto consentirebbe, nel settore delle società quotate in borsa, una palese discriminazione fra quegli azionisti che abbiano acquistato le loro azioni al valore di mercato e quei nuovi azionisti ai quali la società permetterebbe l'acquisto di azioni ad un prezzo anche notevolmente inferiore al valore di mercato (e pertanto «non congruo»).

25. Il *Regno di Spagna* fa valere, anzitutto, che la LSA fisserebbe condizioni per l'esclusione del diritto di opzione di fatto più rigorose rispetto a quelle della direttiva 77/91. Da un lato, la LSA presupporrebbe - e a ciò fanno riferimento anche la *Repubblica di Polonia*, il *Regno Unito*, e la *Repubblica di Finlandia* - un valore minimo per il prezzo di emissione, il quale non potrebbe in ogni caso essere

inferiore al valore netto corrispondente alle azioni. Dall'altro, la LSA disporrebbe l'obbligo di allegare al parere degli amministratori della società la relazione di un revisore indipendente.

26. Il Regno di Spagna sostiene che la Commissione ne trarrebbe l'erronea conclusione che l'art. 159, n. 1, lett. c), secondo comma, LSA, consentirebbe la fissazione di un «prezzo irragionevolmente inferiore» rispetto al valore di mercato delle azioni in questione. Il n. 1, infatti, si limiterebbe a fondare una presunzione semplice, in forza della quale il «congruo valore» delle azioni di una società quotata in borsa corrisponderebbe al suo «valore di mercato». Ciò nonostante, l'assemblea degli azionisti potrebbe fissare un prezzo di emissione inferiore al «valore di mercato», il quale non perderebbe il suo carattere congruo, qualora esso appaia giustificato alla luce delle menzionate relazioni.

27. Il *Regno di Spagna*, la *Repubblica di Polonia* e il *Regno Unito* fanno inoltre valere che non sarebbe possibile alcuna discriminazione fra gli azionisti esistenti e quelli potenziali che abbiano fatto ingresso in una società quotata in borsa in occasione di un aumento di capitale, in quanto entrambe queste categorie di azionisti non si troverebbero in una situazione paragonabile. A causa degli andamenti della quotazione e delle fluttuazioni sul mercato azionario, ogni azionista, a seconda del momento dell'acquisto e del rispettivo andamento della quotazione, avrebbe acquistato le proprie azioni ad un prezzo di volta in volta diverso. Sarebbe pertanto normale che alcuni azionisti abbiano acquistato le loro azioni ad un prezzo inferiore o anche superiore al prezzo di emissione.

28. Inoltre, sia il *Regno di Spagna* sia la *Repubblica di Polonia* sottolineano che l'art. 159, n. 1, lett. c), LSA esigerebbe l'approvazione dell'assemblea dei soci; per la modifica dello statuto dovrebbero essere osservate la necessaria maggioranza ed il quorum.

29. Il *Regno Unito* ritiene inoltre che non si possa parlare di una disparità di trattamento, poiché il prezzo di un'azione costituirebbe semplicemente un elemento economico. Anche qualora si debba ritenere sussistente una disparità di trattamento, essa sarebbe in ogni caso giustificata dall'interesse finanziario della società ad un aumento di capitale.

30. A parere della *Repubblica di Finlandia*, per poter valutare la sussistenza o meno di una disparità di trattamento, sarebbe neces-

saria una valutazione complessiva delle circostanze in cui ha luogo una nuova emissione di azioni.

31. La *Repubblica di Polonia* ritiene che la possibilità di emettere nuove azioni ad un prezzo inferiore al valore di mercato debba essere esaminata non alla luce del principio della parità di trattamento, bensì sulla base del principio secondo il quale gli organi societari debbano agire nell'interesse della società stessa.

B — *Sul secondo motivo di ricorso*

32. Con il suo secondo motivo di ricorso la *Commissione* deduce la violazione dell'art. 29, n. 1, della direttiva 77/91, in quanto l'art. 158, n. 1, LSA concederebbe il diritto di opzione di azioni nell'ipotesi di aumento del capitale sottoscritto con conferimenti in denaro non soltanto agli azionisti, ma anche ai titolari di obbligazioni convertibili in azioni.

33. L'art. 29, n. 1, della direttiva esigerebbe che le nuove azioni «[debbano] essere offerte in opzione agli azionisti in proporzione della quota di capitale rappresentata dalle loro azioni». Poiché le obbligazioni convertibili in azioni non costituirebbero parte del capitale della società oggetto di sottoscrizione, il diritto di opzione accordato nella LSA ai titolari delle obbligazioni convertibili in azioni non consentirebbe che le nuove azioni possano essere offerte agli azionisti in rapporto alla loro partecipazione societaria. Una siffatta disposizione contrasterebbe, di conseguenza, con l'obiettivo della direttiva, consistente nell'evitare qualsiasi rischio di una diluizione delle quote dei vecchi azionisti alla società. Una siffatta misura non sarebbe inoltre neanche necessaria per tutelare gli interessi dei titolari di obbligazioni convertibili in azioni.

34. Il *Regno di Spagna* ritiene che un'interpretazione letterale dell'art. 29, n. 1, della direttiva 77/91, come suggerito dalla Commissione, sarebbe in contrasto con il tenore stesso di tale disposizione, poiché, ai sensi di quest'ultima, le azioni dovrebbero essere offerte «in opzione» agli azionisti; il che a sua volta non significherebbe che, ai sensi di tale disposizione, le azioni debbano essere offerte «in via esclusiva» agli azionisti. A ciò si aggiungerebbe che la direttiva nulla direbbe in merito alle obbligazioni convertibili in azioni.

35. Il *Regno di Spagna* e la *Repubblica di Polonia* sostengono, invece, un'interpretazione teleologica della disposizione in questione, al fine di tutelare in tal modo non solo i titolari delle obbligazioni convertibili in azioni bensì in egual misura anche i potenziali nuovi azionisti della società, mantenendo il valore delle azioni loro riservate. Con tale ampia formulazione si eviterebbe inoltre che l'emittente possa influire sul momento (favorevole) della conversione.

36. Infine, la *Repubblica di Polonia* sottolinea che la direttiva mira alla tutela dei «terzi», ossia anche di coloro che, in determinate situazioni, possono essere equiparati agli azionisti, come, ad esempio, i titolari di obbligazioni convertibili in azioni. La direttiva mirerebbe inoltre solo a fornire un grado minimo di tutela, lasciando agli Stati membri la facoltà di emanare disposizioni di tutela più rigorose.

C — *Sul terzo motivo di ricorso*

37. La *Commissione* rileva che l'art. 293, n. 2, LSA violerebbe, per gli stessi motivi esposti nell'ambito del secondo motivo, l'art. 29, nn. 1 e 6 della direttiva 77/91, laddove esso accorda un diritto di opzione per obbligazioni convertibili in azioni non soltanto agli azionisti, ma anche, in egual misura, ai titolari di obbligazioni convertibili derivanti da emissioni anteriori.

38. Il *Regno di Spagna* e la *Repubblica di Polonia* si richiamano agli argomenti già esposti in relazione al secondo motivo di ricorso e sottolineano che un'interpretazione letterale della direttiva, come effettuata dalla Commissione, risulterebbe infondata.

D — *Sul quarto motivo di ricorso*

39. La *Commissione* deduce la violazione dell'art. 29, n. 6, nel combinato disposto con l'art. 29, n. 4, della direttiva 77/91, in quanto la LSA non prevederebbe che l'assemblea degli azionisti possa deliberare l'esclusione del diritto di opzione per le obbligazioni convertibili in azioni.

40. Essa sottolinea che è pur vero che l'art. 293, n. 3, LSA richiama l'art. 158 LSA; tuttavia, tale disposizione non opererebbe alcun riferimento all'art. 159 LSA, il quale disciplinerebbe appunto la possibilità di escludere il diritto di opzione. Anche qualora un'interpretazione sistematica consentisse l'esclusione del diritto di sottoscrizione privilegiata di obbligazioni convertibili in azioni accordato agli azionisti, l'art. 293 LSA, nella sua versione attuale, sarebbe tuttavia fonte di dubbi e incertezze per i singoli azionisti e non potrebbe essere quindi considerato quale corretto recepi-

mento della direttiva, soprattutto non essendo stata prodotta alcuna prova a sostegno del fatto che i giudici spagnoli abbiano effettivamente proceduto ad una siffatta interpretazione sistematica.

41. Il *Regno di Spagna* afferma che un'interpretazione sistematica dell'art. 293 LSA non potrebbe condurre ad un risultato diverso dalla possibilità, per l'assemblea generale, di escludere il diritto di opzione per le obbligazioni convertibili in azioni a favore degli azionisti, in quanto ogni altra soluzione risulterebbe del tutto priva di logica.

42. La *Repubblica di Finlandia* sottolinea che l'obiettivo della direttiva è, in ogni caso, solo un'armonizzazione minima e che, anche qualora il diritto di opzione per le obbligazioni convertibili in azioni a favore degli azionisti non potesse essere escluso dall'assemblea generale, ciò non violerebbe la direttiva 77/91.

VI — Analisi giuridica

A — *Osservazioni preliminari*

43. Al ravvicinamento del diritto societario sostanziale degli Stati membri sono state dedicate finora tredici direttive e proposte di direttive [4]. Tra queste si annovera la direttiva 77/91, adottata il 13 dicembre 1976, intesa a ravvicinare, segnatamente, le disposizioni degli Stati membri concernenti la costituzione delle società per azioni, ma anche il reperimento e il mantenimento di un capitale minimo delle società medesime, e che è pertanto conosciuta anche come «direttiva sui movimenti di capitali» [5].

44. L'art. 29, n. 1, della direttiva 77/91 sancisce a livello comunitario il diritto di opzione degli azionisti nel caso di aumenti di capitale. Occorre tuttavia ricordare che il diritto di opzione si ricollega ad una lunga tradizione giuridica in taluni Stati membri,

4 — Sul fondamento dell'art. 44, n. 2, lett. g), CE, sono state finora emanate e recepite nel diritto nazionale dieci direttive di riavvicinamento nel settore del diritto societario in senso proprio (v. Kindler, P., *Münchener Kommentar zum BGB*, 4ª edizione, 2006, vol. 11, punto 33; Behrens, P., *Handbuch des EU-Wirtschaftsrechts*, vol. 1, Monaco di Baviera 2004, E. III, punto 10, pag. 10; Trstenjak, V./Kocbek, M., *Evropsko pravo gospodarskih družb*, Ljubljana, 2004, pag. 31-50).

5 — L'importanza fondamentale della direttiva 77/91 risiede, anzitutto, nella fissazione a livello comunitario del principio del capitale fisso, elaborato nei paesi dell'Europa continentale: poiché gli azionisti non rispondono personalmente dei debiti della società, la società deve disporre, a tutela dei creditori, di un capitale minimo, il quale viene inoltre garantito attraverso rigorose disposizioni concernenti la salvaguardia del capitale. La direttiva disciplina, pertanto, non solo l'importo minimo del capitale, bensì anche e soprattutto le modalità dei conferimenti in denaro o in natura, l'acquisto di proprie azioni da parte della società, il ritiro forzato di azioni e le modifiche del capitale attraverso aumenti e riduzioni di capitale. La direttiva tuttavia, disciplinando parimenti il reperimento e la salvaguardia del capitale di garanzia, non mira solo a tutelare i creditori. Secondo il suo secondo e il suo quinto 'considerando', essa si preoccupa anche di tutelare gli azionisti. Alla realizzazione di tale scopo mirano, in particolare, le disposizioni concernenti la partecipazione dell'assemblea generale a misure finanziarie e gli obblighi di informazione nel caso di perdite consistenti, l'introduzione di un diritto di sottoscrizione degli azionisti nel caso di aumenti di capitale e la previsione del principio della parità di trattamento. La direttiva disciplina inoltre questioni essenziali connesse alla costituzione delle società per azioni. Al riguardo si devono richiamare in particolare le disposizioni concernenti il contenuto minimo dello statuto, dell'atto di costituzione o di un documento separato. (v. Habersack, M., *Europäisches Gesellschaftsrecht*, 3ª edizione, Monaco di Baviera, 2006, punti 3 e 4, pag. 129 e segg.; Lutter, M., *Europäisches Unternehmensrecht*, 4ª edizione, Berlino, 1996, pag. 109 e segg.).

iniziata alla metà circa del diciannovesimo secolo [6]. Nella dottrina comparatistica è opinione comune che tale diritto trovi la sua origine nell'ordinamento giuridico del Regno Unito, ma che, a partire dalla metà del ventesimo secolo, perlomeno nel contesto europeo, sia stato influenzato in maniera determinante dagli sviluppi negli ordinamenti giuridici di Germania, Francia e Italia [7]. L'armonizzazione del diritto societario degli Stati membri connessa alla direttiva 77/91 ha avuto come conseguenza, da parte sua, che altri Stati membri i quali, nei loro ordinamenti giuridici, o non conoscevano o, comunque, non attribuivano carattere imperativo al diritto di opzione, hanno dovuto introdurre tale istituto nei loro rispettivi ordinamenti, il che ha contribuito in modo sostanziale alla sua diffusione e omogeneizzazione anche oltre i confini dell'Unione europea.

45. Il diritto di opzione attribuisce all'azionista, in caso di aumenti di capitale, un diritto ad una parte di nuove azioni in misura corrispondente alla quota di partecipazione detenuta fino a quel momento, permettendogli, in tal modo, il mantenimento della sua percentuale di partecipazione [8]. Egli ha così il diritto di partecipare nella medesima quota precedente al capitale iniziale della società per azioni. Per questo motivo l'opinione tradizionale vede, nel diritto di opzione degli azionisti, un efficace meccanismo a tutela dei singoli azionisti e degli azionisti di minoranza a fronte degli svantaggi che potrebbero risultare da un'emissione di nuove azioni connessa ad un aumento di capitale. Fra questi, la perdita di diritti di partecipazione di natura economica (per esempio riduzione del diritto ai dividendi) e politica, per esempio sotto forma di diritti di codecisione (per esempio la limitazione dei diritti di voto), nonché altri diritti di natura non economica (per esempio diritti di informazione, diritto alla convocazione dell'assemblea degli azionisti) [9].

6 — Per un esame dello sviluppo del diritto di opzione negli ordinamenti giuridici di Germania, Italia, Francia, Regno Unito, Belgio, Portogallo e Svizzera si veda Vásquez Albert, D., «El derecho de suscripción preferente en Europa», *Revista de derecho de sociedades*, n. 11 (1999), pag. 79-131.

7 — Si veda Vásquez Albert, D., «El derecho de suscripción preferente en el Derecho Comunitario», *Revista de derecho mercantil*, n. 230 (1998), pag. 1693. In proposito, la legge tedesca sulle società per azioni 77/91 ha influenzato in maniera determinante la direttiva, sia sotto il profilo della struttura sia sotto il profilo del contenuto, il che ha sicuramente creato difficoltà di recepimento per gli Stati membri facenti parte dell'area giuridica di *common law* [v. Trstenjak, V./Kocbek, M., op. cit. (nota 4), pag. 34; Schutte-Venstra, J. N., *Harmonisatie van het kapitaalbeschermingsrecht in de EEG*, Apeldoorn, 1991, pag. 16].

8 — Natterer, J., *Kapitalveränderung der Aktiengesellschaft, Bezugsrecht der Aktionäre und sachlicher Grund*, Bielefeld, 2000, pag. 8; Peifer, K.-N., op. cit. (nota 3), art. 186 AktG, punto 16; *Lamy Sociétés Commerciales* (a cura di Jacques Mestre/Dominique Velardocchio), Rueil-Malmaison 2008, pag. 1835. V. sentenza 19 novembre 1996, causa C-42/95, Siemens (Racc. pag. I-6017, punto 19), in cui la Corte di giustizia esamina l'obiettivo del principio del diritto di opzione, il quale consiste nell'impedire una riduzione della quota di partecipazione al capitale iniziale della società.

9 — In tal senso Grechenig, K., «Discriminating Shareholders through the Exclusion of Pre-emption Rights?», *European company and financial law review*, vol. 4 (2007), n. 4, pag. 577. Yanes Yanes, P., «Derecho de suscripción preferente», *Diccionario de Derecho de Sociedades* (a cura di Carmen Alonso Ledesma), Madrid, 2006, pag. 511 e Davies, P., *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*, 7ª edizione, Londra, 2003, pag. 631 e segg., sottolineano che il diritto di opzione adempie ad una duplice funzione. Da un lato, esso mira a tutelare l'azionista da una diluizione della sua partecipazione economica alla società. Dall'altro, tale diritto dovrebbe preservarlo dalla perdita della possibilità di esercitare un'influenza sulla vita della società. Pisani Massamormile, A., «Aumento del capitale sociale», *Armonie e disarmonie nel diritto comunitario delle società di capitali*, vol. 1, Milano, 2003, pag. 714, distingue fra una funzione di tipo amministrativo (connessa al peso del voto di ciascun azionista) e una funzione di tipo patrimoniale del diritto di opzione (in relazione al diritto di ogni azionista alla partecipazione agli utili).

46. La direttiva 77/91 riprende tale impostazione, garantendo la tutela dei diritti dei soci e dei terzi, in particolare nelle operazioni di costituzione di una società e di aumento e di riduzione del capitale sociale. Conformemente agli obiettivi del suo fondamento normativo, vale a dire l'art. 44, n. 2, lett. g), CE, il diritto di opzione garantisce un livello minimo di tutela degli azionisti in tutti gli Stati membri [10].

B — *Analisi dei motivi di ricorso*

1. Sul primo motivo

47. Quanto alla ripartizione processuale dell'onere della prova, occorre anzitutto rilevare che, nell'ambito di un procedimento di inadempimento ex art. 226 CE, la Commissione è tenuta a dimostrare l'esistenza dell'inadempimento contestato e fornire alla Corte gli elementi necessari alla verifica, da parte di quest'ultima, dell'esistenza di tale inadempimento, senza potersi basare su alcuna presunzione [11]. Incombe invece allo Stato membro convenuto confutare in modo sostanziale e particolareggiato i dati prodotti e le conseguenze che ne derivano [12].

48. Con il primo motivo di ricorso la Commissione censura la violazione del principio della parità di trattamento degli azionisti, sancito dall'art. 42 della direttiva 77/91 nel combinato disposto con il precedente art. 29, nn. 1 e 4. La Commissione ravvisa una violazione delle menzionate disposizioni comunitarie nella circostanza che la disciplina nazionale in questione, contenuta nell'art. 159, n. 1, lett. c), LSA, autorizzerebbe, nell'ipotesi di un aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione, la fissazione di un prezzo di emissione per le nuove azioni che potrebbe essere notevolmente inferiore al loro valore di mercato.

49. L'art. 159, n. 1, lett. c), LSA prescrive determinati requisiti ai fini dell'esclusione del diritto di opzione. Ai sensi di tale disposizione, il prezzo delle emittende azioni deve corri-

10 — Sentenze 30 maggio 1991, cause riunite C-19/90 e C-20/90, Karella (Racc. pag. I-2691, punti 25 e 30), nonché 24 marzo 1992, causa C-381/89, Epas (Racc. pag. I-2111, punti 27 e 32).

11 — Sentenze 12 maggio 2005, causa C-287/03, Commissione/Belgio (Racc. pag. I-3761, punto 27); 14 aprile 2005, causa C-341/02, Commissione/Germania (Racc. pag. I-2733, punto 35); 29 maggio 2001, causa C-263/99, Commissione/Italia (Racc. pag. I-4195, punto 27); 8 marzo 2001, causa C-68/99, Commissione/Germania (Racc. pag. I-1865, punto 38); 23 ottobre 1997, causa C-159/94, Commissione/Francia (Racc. pag. I-5815, punto 102), nonché 25 maggio 1982, causa 96/81, Commissione/Paesi Bassi (Racc. pag. 1791, punto 6).

12 — Sentenza 22 settembre 1988, causa 272/86, Commissione/Grecia (Racc. pag. 4875, punto 21).

spondere al «congruo valore», risultante dalla relazione dell'organo amministrativo menzionato dall'art. 159, n. 1, lett. b), LSA. Nel caso di società quotate in borsa si deve fare riferimento, in linea di principio, al prezzo di borsa, nella misura in cui non sia giustificabile un altro valore.

50. Come tuttavia accertato dalla Commissione, l'art. 159, n. 1, lett. c), secondo comma LSA, prevede una significativa deroga per le società quotate in borsa, in forza della quale l'assemblea generale può decidere l'emissione ad un prezzo a suo piacimento, sempre che esso sia superiore al valore percentuale al patrimonio societario. La Commissione, in tale contesto, sottolinea che il valore di un'azione potrebbe essere considerevolmente inferiore al suo prezzo di borsa, valore che la LSA stessa presume corrispondere al valore di mercato e, quindi, al «congruo valore» dell'azione. La Commissione ne deduce che il legislatore spagnolo ha conferito un'autorizzazione esplicita affinché l'assemblea generale, a suo piacimento ed escludendo il diritto di opzione, possa emettere nuove azioni al di sotto del valore di mercato e, dunque, del valore ritenuto «congruo» dal legislatore spagnolo.

51. La Commissione ravvisa in tale disciplina una palese discriminazione di quegli azionisti che abbiano acquistato le loro azioni al prezzo di mercato a fronte dei nuovi azionisti, i quali hanno acquistato le loro azioni al di sotto del valore di mercato. A suo avviso, i primi subiscono un pregiudizio economico, in quanto, a causa dello «sconto» accordato ai nuovi azionisti, dovrebbero sopportare una riduzione ovvero una diluizione del valore delle loro azioni.

52. Alla tesi della Commissione va tuttavia opposto che la disciplina contenuta nell'art. 159, n. 1, lett. c), secondo comma, LSA, ancorché possa suscitare, prima facie, perplessità per considerazioni connesse alla tutela degli azionisti [13], non contrasta con le disposizioni della direttiva 77/91.

53. Come accennato inizialmente, la direttiva 77/91 mira esclusivamente ad assicurare agli azionisti una tutela minima a livello comunitario. Ciò emerge, da un lato, dal contenuto normativo del suo fondamento normativo, dall'altro, dal secondo 'considerando' della direttiva stessa, al termine del quale «per

13 — Grechenig, K., *Spanisches Aktien- und GmbH-Recht — Das einstufige Verwaltungssystem in Beziehung zur Hauptversammlung und zu Gesellschafterrechen*, Vienna, 2005, pag. 136, pur ritenendo che la previsione di cui all'art. 159, n. 1, lett. c), secondo comma, LSA, per motivi di tutela degli azionisti, sia fonte di perplessità, rinviando al riguardo al presente ricorso per inadempimento contro il Regno di Spagna, non conclude tuttavia nel senso di una disparità di trattamento degli azionisti.

assicurare l'equivalenza minima della protezione degli azionisti (…) occorre in particolare coordinare le disposizioni nazionali riguardanti l'aumento (…) del capitale delle società per azioni» [14].

54. Inoltre, si deve rilevare che la direttiva 77/91 non contiene alcuna disposizione che imponga l'emissione di nuove azioni al «prezzo di mercato» o addirittura ad un «prezzo congruo». Ciò è tanto più meritevole di menzione, in quanto la direttiva 77/91 contiene per il resto disposizioni dettagliate, per esempio in materia di costituzione di società per azioni.

55. Quale unica disposizione contenuta nella direttiva concernente il prezzo di emissione delle azioni, rivestendo in tal modo una certa rilevanza ai fini della causa in esame, può essere citato l'art. 8, ai sensi del quale «[l]e azioni non possono essere emesse per un importo inferiore al loro valore nominale o, in mancanza di questo, al valore contabile». La direttiva tace invece, come correttamente rilevato dal governo del Regno Unito, per quanto attiene al prezzo al quale possono essere offerte le nuove azioni nell'ipotesi di un aumento di capitale.

56. Dall'art. 29, n. 4, della direttiva 77/91 consegue esclusivamente che l'organo di amministrazione o di direzione è tenuto a giustificare, nella sua relazione scritta all'assemblea generale, «il prezzo di emissione proposto». La decisione finale sul prezzo di emissione da fissare viene lasciata così dall'art. 29, n. 4, della direttiva 77/91 all'assemblea generale [15], senza ulteriori imposizioni.

57. Inoltre, la disciplina prevista dall'art. 159, n. 1, lett. c), secondo comma, LSA, non evidenzia alcuna fattispecie di discriminazione degli azionisti. Il principio della parità di trattamento sancito dall'art. 42 della direttiva 77/91 corrisponde, nel suo contenuto normativo, ad un divieto di discriminazioni, il quale, secondo costante giurisprudenza della Corte di giustizia, esige che

14 — Vásquez Albert, D., op. cit. (nota 7), pag. 1714, sottolinea che gli ordinamenti giuridici degli Stati membri prevedono, in genere, discipline più rigorose rispetto al diritto comunitario. Secondo l'autore, il carattere di normativa di tutela minima della direttiva 77/91 consente l'adozione di previsioni più rigorose da parte degli Stati membri. Natterer, J., «Bezugsrechtssausschluss und zweite gesellschaftsrechtliche Richtlinie», *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, 1995, pag. 1483, considera parimenti la direttiva 77/91 quale normativa di tutela minima, richiamandosi, al riguardo, al secondo 'considerando'.

15 — Ai sensi dell'art. 25, n. 1, della direttiva 77/91, gli aumenti di capitale sono decisi dall'assemblea.

situazioni analoghe non siano trattate in maniera diversa e che situazioni diverse non siano trattate in maniera uguale, salvo che ciò non risulti obiettivamente giustificato [16].

58. La Commissione ritiene che l'art. 159, n. 1, lett. c), secondo comma, LSA non garantisca la parità di trattamento degli azionisti già esistenti a fronte di quelli nuovi. In altre parole essa parte evidentemente dal presupposto della sussistenza, nella specie, di una disparità di trattamento di situazioni analoghe. Si deve tuttavia rilevare che la Commissione fonda il primo motivo di ricorso solo apparentemente [17] su un'asserita disparità di trattamento, mentre il punto centrale della propria tesi risiede nell'esposizione delle potenziali conseguenze economiche dannose per i vecchi azionisti di un'emissione di azioni al di sotto del valore di mercato [18]. Così facendo, essa omette di dimostrare in modo sufficientemente circostanziato in qual misura gli azionisti già esistenti e quelli nuovi si troverebbero nella medesima situazione. Ciò è tanto più importante se si considera che l'art. 42 della direttiva 77/91 esige dalle legislazioni degli Stati membri la salvaguardia della parità di trattamento degli azionisti che «si trovano in condizioni identiche». Si rileva quindi già l'assenza, da parte della Commissione, di un esame accurato della sussistenza del primo requisito del principio di parità [19]. Ciò viene giustamente contestato sia dal governo spagnolo sia da quello del Regno Unito.

59. La Commissione non ha pertanto minimamente dimostrato le ragioni per le quali il principio della parità di trattamento sancito dall'art. 42 della direttiva 77/91 debba trovare applicazione alla fattispecie in questione. La mera critica di una disciplina nazionale eventualmente svantaggiosa da un punto di vista economico — cosa del resto non dimostrata dalla Commissione neanche sulla base di elementi concreti — non può sostituire la dimostrazione della sussistenza di una disparità di trattamento di fattispecie analoghe obiettivamente ingiustificata. In tal senso la Commissione non ha adempiuto all'onere della prova su di essa incombente.

60. A prescindere da tali considerazioni, è già dubbio se la clausola sulla parità di trattamento di cui all'art. 42 della direttiva 77/91, a causa del suo contenuto normativo decisamente indeterminato [20], sia applicabile ad una

16 — Sentenze 27 marzo 1980, cause riunite 66/79, 127/79 e 128/79, Salumi e a. (Racc. pag. 1237, punto 14); 20 settembre 1988, causa 203/86, Spagna/Consiglio (Racc. pag. 4563, punto 25); 17 aprile 1997, causa C-15/95, EARL de Kerlast (Racc. pag. I-1961, punto 35); 13 aprile 2000, causa C-292/97, Karlsson e a. (Racc. pag. I-2737, punto 39); 6 marzo 2003, causa C-14/01, Niemann (Racc. pag. I-2279, punto 49), nonché 22 giugno 2006, causa C-182/03, Belgio/Commissione (Racc. pag. I-5479, punto 170).

17 — V. punto 34 della memoria di replica.

18 — V. punto 23 dell'atto di impugnazione e i punti 10 e 22 della memoria di replica.

19 — Secondo Rossi, M., in Calliess/Ruffert (a cura di), *Kommentar zu EUV/EGV*, 3ª edizione, 2007, art. 20 Grundrechtecharta [Carta dei diritti fondamentali], punto 19, pag. 2629, il principio generale di parità è contrassegnato da un esame articolato in due o tre fasi. In un primo stadio si dovrebbe accertare la sussistenza o meno di una disparità di trattamento di fattispecie paragonabili (ovvero una parità di trattamento di fattispecie diverse). In un secondo stadio si dovrebbe quindi verificare se tale disparità di trattamento (ovvero parità di trattamento) sia forse giustificata. Eventualmente potrebbe avere luogo una verifica della proporzionalità.

20 — Grechenig, K., op. cit. (nota 9), pag. 581, lamenta il contenuto normativo vago della clausola sulla parità di trattamento di cui all'art. 42 della direttiva 77/91. Hefermehl, W./Bungeroth, E., *Aktiengesetz*, vol. 1, Monaco di Baviera, 1984, § 53 a, punto 13, pag. 14, criticano l'indeterminatezza di tale disciplina. Grundmann, S., *Europäisches Gesellschaftsrecht*, Heidelberg 2004, punto 325, pag. 146, espone, in merito alla dogmatica di questa clausola, che se è pur vero che il principio della parità di trattamento vale soprattutto per questioni capitali, esso è tuttavia formulato in termini generici. Di conseguenza, il medesimo dovrebbe essere concretizzato mediante previsioni specifiche.

fattispecie così specifica come quella della fissazione del prezzo di emissione di nuove azioni nell'ipotesi di un aumento di capitale.

61. A ciò si deve aggiungere che il principio della parità di trattamento degli azionisti, riconosciuto negli ordinamenti giuridici di più Stati membri della Comunità, viene interpretato, secondo l'opinione prevalente, non nel senso dell'obbligo della società di trattare in modo identico gli azionisti, quanto piuttosto nel senso della necessità di una giustificazione obiettiva sufficiente nel caso di disparità di trattamento [21]. La posizione della Commissione, secondo cui non andrebbe consentita la fissazione del prezzo di emissione delle nuove azioni al di sotto del prezzo di acquisto delle azioni degli azionisti già esistenti, si sostanzia invece, in ultima analisi, in una rigorosa attuazione del principio della parità di trattamento, parità che, come già visto, in assenza di previsioni legislative univoche, né è richiesta dalla direttiva né risponde alla realtà economica, soprattutto in quanto, a causa del mutevole sviluppo sul mercato azionario, il valore e quindi anche il prezzo delle azioni di una società quotata in borsa varierà continuamente.

62. Come correttamente sostenuto dal governo spagnolo e dal governo del Regno Unito, ne consegue che ogni azionista, a seconda del momento dell'acquisto e della rispettiva quotazione in borsa, avrà acquistato le proprie azioni ad un prezzo di volta in volta diverso. Di conseguenza, vi saranno sempre azionisti che avranno acquistato le loro azioni ad un prezzo o inferiore o superiore al prezzo di emissione, ragion per cui non si può affermare che tutti gli azionisti si trovino nella medesima situazione. Occorre tener inoltre conto del fatto che il prezzo delle azioni dipende da molteplici fattori economici, quali ad esempio lo sviluppo economico di una determinata società, ma anche lo stato dell'economia mondiale. Esso viene inoltre influenzato in maniera determinante dallo sviluppo del mercato, ossia da domanda e offerta. Le differenze esistenti fra vecchi e nuovi azionisti in rapporto al rispettivo prezzo di acquisto non sono pertanto riconducibili ad una disparità di trattamento imputabile alla società [22], bensì costituiscono la conseguenza di uno sviluppo tipico per i mercati azionari.

21 — Così, Hefermehl, W./Bungeroth, E., op. cit. (nota 20), § 53 a, punti 13 e 14, pag. 14, in relazione al testo del § 53 a Aktiengesetz [legge tedesca sulle società per azioni] («in presenza dei medesimi presupposti»), il quale ha recepito l'art. 42 della direttiva 77/91 nell'ordinamento tedesco, sottolineano che tale disposizione lascerebbe spazio ad opportune differenziazioni. In tal modo si eviterebbe una rigidità, estranea alla realtà, del principio della parità di trattamento. Gli autori interpretano pertanto tale disposizione quale divieto di arbitrio. In senso analogo anche Grundmann, S., op. cit. (nota 20), punto 325, pag. 146; Bujalka, E., *Der Schutz von Minderheitsaktionären bei Umstrukturierungen im deutschen und slowakischen Aktienrecht*, Francoforte sul Meno, 2006, pag. 56; Castellano Ramírez, M. J., «Aumento del capitale sociale», *Armonie e disarmonie nel diritto comunitario delle società di capitali*, vol. 1, Milano, 2003, pag. 837. Come afferma Vásquez Albert, D., *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas* (a cura di Ignacio Arroyo e José Miguel Embid), vol. II, art. 159, pag. 1671 e segg., il principio della parità di trattamento non è previsto espressamente dalla legge spagnola sulle società per azioni, ma è stato prevalentemente sviluppato dalla dottrina muovendo dalla ratio dell'art. 42 della direttiva 77/91. Secondo l'autore, il principio della parità di trattamento non impone un trattamento identico di tutti gli azionisti. Esso vieterebbe esclusivamente disparità di trattamento arbitrarie o discriminatorie, ma non disparità di trattamento obiettivamente giustificate. L'autore ritiene che una violazione del principio della parità di trattamento nell'ipotesi di un aumento di capitale sussista, per esempio, laddove parte delle nuove azioni venga emessa a favore solo di una parte degli azionisti, escludendo i restanti azionisti e azioni.

22 — Questa sarebbe tuttavia un presupposto per l'applicabilità del principio della parità di trattamento sotto il profilo del diritto delle società per azioni; esso vale infatti, in linea di principio, solo per i rapporti societari fra la società per azioni ed i suoi azionisti [v. Hefermehl, W./Bungeroth, E., op. cit. (nota 20), § 53 a, punto 19, pag. 16].

63. Per quanto concerne la possibilità, censurata dalla Commissione, di fissare il prezzo di emissione di nuove azioni anche al di sotto del valore di mercato, si deve innanzi tutto eccepire che tale tesi risulta inficiata dal vizio dell'unilateralità poiché, evidentemente, la Commissione parte dal presupposto che una disparità di trattamento fra vecchi e nuovi azionisti sia ipotizzabile solo quando il prezzo al quale i vecchi azionisti hanno acquistato le proprie azioni corrispondeva esattamente al valore di mercato, laddove solo i nuovi azionisti traggono vantaggi da un ribasso. La Commissione non si esprime invece in merito all'eventuale applicabilità del principio di parità di trattamento alle varianti, parimenti ipotizzabili, in cui terzi acquistino le nuove azioni ad un prezzo addirittura superiore al valore di mercato, o in cui i vecchi azionisti abbiano acquistato essi stessi le loro azioni al di sotto del valore di mercato.

64. Occorre poi tenere conto del fatto che un'eventuale fissazione del prezzo di emissione di nuove azioni anche al di sotto del valore di mercato è ammissibile non solo secondo la normativa spagnola controversa, bensì anche secondo le disposizioni vigenti in altri Stati membri, come la Commissione riconosce espressamente nella propria memoria di replica [23]. Ciò avviene, ad esempio, negli ordinamenti giuridici di Germania [24], Francia [25], Italia [26], Slovenia [27] e Regno Unito [28].

65. Merita inoltre attenzione l'argomento, dedotto tanto dal governo spagnolo quanto da quello polacco, secondo il quale la direttiva 77/91 e la LSA prevederebbero senz'altro

23 — V. punto 16 della memoria di replica.

24 — Ai sensi dell'art. 186, n. 3, quarto periodo, dell'Aktiengesetz [legge tedesca sulle società per azioni], il prezzo di emissione non può «scendere considerevolmente» al di sotto del prezzo di borsa. L'art. 255, n. 1, Aktiengesetz consente l'impugnazione dell'aumento di capitale effettuato mediante conferimenti. Ai sensi di tale disposizione, qualora il diritto di opzione degli azionisti sia stato escluso in tutto o in parte, l'impugnazione può essere fondata anche sul fatto che l'importo di emissione risultante dalla delibera di aumento o l'importo minimo al di sotto del quale le nuove azioni non devono essere emesse, è «sproporzionatamente basso». Da ciò si può dedurre che, secondo il diritto tedesco, un ribasso è, entro limiti ristretti, senz'altro possibile (in tal senso Schlitt, M./Seiler, O., «Aktuelle Rechtsfragen bei Bezugsrechtsemissionen», *Wettbewerb in Recht und Praxis* [2003], fascicolo 45, pag. 2176).

25 — L'art. 7 del decreto 10 febbraio 2005, n. 2005-112 recante modifica dell'art. 155-5 del decreto 23 marzo 1967, n. 67-236 sulle società commerciali e sui titoli emessi (*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* n. 36 del 12 febbraio 2005, pag. 2404, testo n. 30) dispone che il prezzo di emissione deve corrispondere quantomeno al valore medio risultante dall'andamento della quotazione delle ultime tre sedute di borsa precedenti la fissazione del medesimo, eventualmente «tenendo conto di un ribasso di un massimo del 5%».

26 — L'art. 2441, n. 6, del Codice Civile italiano stabilisce che il prezzo di emissione deve tenere conto dell'andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre.

27 — Ai sensi dell'art. 400, n. 2, della legge slovena sulle società commerciali (*Zakon o gospodarskih družbah*) l'impugnazione può essere fondata anche sul fatto che l'importo di emissione risultante dalla delibera di aumento o l'importo minimo al di sotto del quale le nuove azioni non devono essere emesse è «sproporzionatamente basso» (v. Kocbek, M., *Veliki komentar Zakona o gospodarskih družbah / ZGD-1* [a cura di Marijan Kocbek], 2ª vol., Ljubljana, 2007, art. 400, pag. 738 e segg.).

28 — Secondo le «Guidelines» del cosiddetto «Pre-emption Group», del quale fanno parte la London Stock Exchange nonché diverse società e banche quotate in borsa, sono di regola ammissibili ribassi del 5% rispetto al valore di mercato. Ribassi più consistenti non vengono tuttavia esclusi (Myners, P., *Pre-emption rights on a public company's ability to raise new capital*, 8 febbraio 2005, pag. 47, disponibile all'indirizzo internet http://www.berr.gov.uk/files/file28436.pdf). Le «Guidelines», pur non essendo giuridicamente vincolanti, vengono tuttavia rispettate nella maggior parte dei casi (v. al riguardo Gower e Davies, *The Principles of Modern Company Law*, 7ª edizione, Londra, 2003, pag. 637).

garanzie dirette ad evitare la fissazione di un prezzo di emissione eccessivamente inferiore al prezzo di mercato. Come già accennato, la direttiva 77/91 lascia questa decisione all'assemblea generale [29]. Ai sensi dell'art. 29, n. 4, della direttiva 77/91, l'organo di amministrazione o di direzione è tenuto a tal fine a presentare all'assemblea stessa una relazione scritta che precisi i motivi della limitazione o della soppressione del diritto di opzione e che giustifichi il prezzo di emissione proposto. L'art. 159 LSA va tuttavia oltre questi precetti comunitari esigendo in più la relazione redatta da un contabile nominato esclusivamente a tal fine dall'Ufficio del registro commerciale, la quale deve contenere le seguenti informazioni: (1) una valutazione in ordine alla congruità del valore delle azioni, (2) una stima del valore dei diritti di opzione esclusi e (3) una verifica dell'esattezza dei dati contenuti nel parere dell'amministratore.

66. Contrariamente a quanto sostenuto dalla Commissione, la decisione relativa all'esclusione del diritto di opzione e al tipo di emissione non rientra completamente nel potere discrezionale dell'assemblea generale. Al pari dell'obbligo di relazione previsto dall'art. 29, n. 4, della direttiva 77/91, gli ulteriori obblighi di relazione introdotti dal diritto nazionale mirano infatti a garantire che, nell'interesse degli azionisti e dei creditori, la decisione sia obiettivamente giustificata [30]. L'adozione di tale decisione spetta quindi necessariamente all'assemblea generale, indipendentemente dalla questione se le relazioni siano giuridicamente vincolanti o meno, nell'interesse degli azionisti sulla base delle relazioni ad essa presentate. I rigorosi requisiti relativi all'emissione di nuove azioni [31] servono pertanto, ai sensi dell'art. 159 LSA, a tutelare gli azionisti e non possono pertanto essere liquidati quali semplici disposizioni procedurali [32]. Piuttosto, esse devono essere considerate quale garanzia supplementare diretta ad evitare la fissazione di un prezzo di emissione sproporzionatamente basso.

29 — V. supra, paragrafo 56.

30 — In tal senso anche Bagel, F., *Der Ausschluss des Bezugsrechts in Europa*, Colonia, 1999, pag. 352, secondo il quale l'art. 29, n. 4, della direttiva 77/91, attraverso l'introduzione dell'obbligo di relazione, presuppone che la delibera dell'assemblea generale sia obiettivamente giustificata.

31 — A mio avviso queste disposizioni sono compatibili con il diritto comunitario, in quanto esse fissano condizioni più rigorose a tutela del diritto di opzione degli azionisti. Ciò, secondo la giurisprudenza della Corte di giustizia, costituisce un presupposto della direttiva 77/91 per la previsione di una regolamentazione più rigorosa da parte degli Stati membri. Ciò risulta dalla sentenza Siemens/Nold (cit. alla nota 8, punto 22). Oggetto del procedimento è un rinvio del Bundesgerichtshof [Corte di cassazione tedesca] mediante il quale questo si è rivolto alla Corte di giustizia investendola della questione se la giurisprudenza elaborata fino a quel momento in materia di esclusione del diritto di sottoscrizione fosse conciliabile con il diritto comunitario. Il Bundesgerichtshof aveva preteso dal 1978, ossia a partire dall'entrata in vigore della direttiva 77/91, una ponderazione fra gli interessi della minoranza e della maggioranza, e aveva imposto la condizione che l'esclusione del diritto di sottoscrizione dovesse essere necessaria e proporzionata. Tale questione veniva risolta affermativamente dalla Corte di giustizia facendo riferimento alla compatibilità con l'obiettivo di tutela della direttiva.

32 — In tal senso anche Grechenig, K., op. cit. (nota 13), pag. 135-137, il quale imputa alla tutela degli azionisti i precetti dell'art. 159 LSA in connessione con l'esclusione del diritto di opzione, gli obblighi di relazione della società nei confronti dell'assemblea generale e la fissazione del prezzo di emissione. Bagel, F., op. cit. (nota 29), pag. 353, sottolinea che gli Stati membri hanno previsto ulteriori requisiti, formali e sostanziali, per un'esclusione del diritto di sottoscrizione rispetto a quelli indicati nell'art. 29, n. 4, della direttiva 77/91. A suo avviso, i requisiti più severi concernenti l'obbligo di relazione e le relazioni supplementari non violano la direttiva bensì addirittura l'aiutano a procurare una tutela rafforzata degli azionisti e anche dei creditori. Ciò rispecchia anche il punto di vista di Henze, H., «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, pag. 249, secondo il quale il contenuto dell'art. 29, n. 4, della direttiva 77/91 non si esaurisce nella disciplina di aspetti formali, bensì, prevedendo l'obbligo del consiglio di direzione di presentare all'assemblea generale una relazione che esponga i motivi dell'esclusione del diritto di opzione nell'ipotesi di aumento di capitale e quello di fornire spiegazioni in ordine all'importo di emissione proposto, tiene conto anche delle circostanze oggettive dirette alla tutela dei soci di minoranza.

67. Alla luce di quanto fin qui esposto, non si comprende sotto quale profilo l'art. 159 possa violare l'art. 42 nel combinato disposto con l'art. 29, nn. 1 e 4, della direttiva 77/91.

68. Il primo motivo di ricorso deve pertanto essere respinto in quanto infondato.

2. Sul secondo motivo di ricorso

69. Con il secondo motivo di ricorso la Commissione deduce la violazione dell'art. 29, n. 1, della direttiva 77/91, sulla base del rilievo che l'art. 158, n. 1, LSA concederebbe il diritto di opzione in relazione ad azioni nell'ipotesi di aumento del capitale sottoscritto mediante conferimenti in denaro non soltanto agli azionisti, ma anche ai titolari di obbligazioni convertibili in azioni.

70. Occorre concordare con la Commissione sul fatto che, laddove l'art. 158, n. 1, LSA, contrariamente all'art. 29, n. 1, della direttiva 77/91 — il quale tiene conto unicamente degli azionisti [33] –, riconosce un diritto di opzione anche ai titolari di obbligazioni convertibili in azioni, sussiste, perlomeno con riguardo al suo tenore letterale, una contraddizione con la disposizione della direttiva [34], la quale depone nel senso di una violazione del diritto comunitario.

71. Il governo spagnolo, pur riconoscendo l'esistenza di una tale contraddizione nel tenore della disposizione de qua [35], oppone tuttavia che l'art. 29, n. 1, della direttiva 77/91 parla di un'offerta «in opzione» e non «esclusiva» di nuove azioni agli azionisti. Il governo spagnolo respinge inoltre un'interpretazione letterale della direttiva 77/91, propugnando invece un'interpretazione della medesima informata ai suoi obiettivi e agli interessi della società, la quale includa nella cerchia dei soggetti legittimati ai sensi dell'art. 29, n. 1, della direttiva 77/91 anche i titolari di obbligazioni convertibili in azioni.

33 — Dal punto di vista comparatistico si deve rilevare che l'art. 29, n. 1, della direttiva 77/91 è stato recepito in Germania dagli artt. 186 e 221, n. 4, della legge tedesca sulle società per azioni del 6 settembre 1965 (Bundesgesetzblatt I pag. 1089, modificato, da ultimo, dall'art. 11 della legge 16 luglio 2007 [Bundesgesetzblatt I pag. 1330]) e in Austria dagli artt. 153 e 174 della legge federale sulle società per azioni 31 marzo 1965 [Bundesgesetzes über Aktiengesellschaften] (Bundesgesetzblatt n. 98/1965, modificato, da ultimo, dal Bundesgesetzblatt I n. 42/2001). Ai sensi di tali disposizioni, il diritto di opzione su nuove azioni e obbligazioni convertibili in azioni spetta solo agli azionisti.

34 — Vásquez Albert, D., op. cit. (nota 7), pag. 1698; Pisani Massamormile, A., op. cit. (nota 9), pag. 714, e Castellano Ramírez, M. J., op. cit. (nota 21), pag. 825 e 829, rilevano correttamente che l'art. 29, n. 1, della direttiva 77/91, diversamente dall'art. 158, n. 1, LSA, non accorda ai titolari di obbligazioni convertibili in azioni alcun diritto di opzione. Castellano Ramírez osserva che l'estensione di tale diritto ai titolari di obbligazioni convertibili in azioni è stata una decisione autonoma del legislatore spagnolo, la quale non è stata adottata nel contesto del recepimento della direttiva 77/91.

35 — V. punto 39 della memoria di replica.

72. A mio avviso, un'interpretazione come quella suggerita dal governo spagnolo oltre ad essere contraria al chiaro tenore dell'art. 29, n. 1, della direttiva 77/91, può essere altresì ben difficilmente fondata su un'interpretazione sistematica ovvero teleologica di tale disposizione.

73. L'art. 29, n. 1, della direttiva 77/91 prescrive chiaramente che in ogni ipotesi di aumento di capitale sottoscritto le azioni devono essere offerte in opzione agli azionisti «in proporzione della quota di capitale rappresentata dalle loro azioni». Come correttamente osservato dalla Commissione, le obbligazioni convertibili in azioni non fanno tuttavia parte del capitale sottoscritto della società. Ne consegue già l'impossibilità di un'emissione di azioni proporzionale alla quota a favore dei titolari di obbligazioni convertibili in azioni.

74. Contrariamente a quanto ritenuto dal governo spagnolo, la nozione di «azionisti» ai sensi dell'art. 29, n. 1, della direttiva 77/91 non può neppure essere intesa nel senso che esso includa anche i titolari di obbligazioni convertibili in azioni. Piuttosto, dal raffronto dell'art. 29, n. 1, con l'art. 29, n. 6, della direttiva 77/91 emerge che il legislatore comunitario, nel disciplinare il diritto di opzione degli azionisti, era ben consapevole dell'esistenza di obbligazioni convertibili in azioni e di titoli analoghi, soprattutto se si considera che nell'art. 29, n. 6, della direttiva 77/91 vengono menzionati «titoli convertibili in azioni». Questa disposizione sarebbe superflua se i titolari di obbligazioni convertibili in azioni dovessero essere parimenti considerati quali azionisti.

75. Come correttamente rilevato dal governo spagnolo, l'art. 29, n. 1, della direttiva 77/91 non parla di un'offerta «esclusiva» di nuove azioni agli azionisti. Ciò non corrisponde neanche alla ratio del diritto di opzione degli azionisti, l'oggetto della presente causa. In tal senso, le allegazioni del governo spagnolo sono errate. Piuttosto, si tratta nella specie del riconoscimento ex lege di una determinata posizione giuridica [36], la quale consente agli azionisti, nel caso di un aumento di capitale, l'acquisto a titolo di prelazione delle nuove emittende azioni. La direttiva accolla al governo spagnolo l'onere di creare i presupposti di legge affinché, attraverso il recepimento nell'ordinamento nazionale, tale posizione privilegiata venga realizzata. Ciò costituisce espressione del suo obbligo di garantire l'efficacia pratica delle direttive, tenuto conto del loro scopo [37]. Tali presupposti di legge non sussistono invece qualora i titolari di obbligazioni convertibili in azioni possano contendere agli azionisti il diritto di opzione, senza che il diritto degli azionisti, espressamente tutelato dalla direttiva, riesca a prevalere [38].

36 — Secondo Natterer, J., op. cit. (nota 8), pag. 68, il diritto di opzione non necessita di alcuna previsione legislativa. Il diritto di opzione costituirebbe piuttosto, dal punto di vista della teoria del diritto, il diritto naturale del soggetto appartenente ad una persona giuridica di capitali.

37 — Da una costante giurisprudenza risulta che la trasposizione di una direttiva deve assicurarne effettivamente la piena applicazione (v. in tal senso, inter alia, le sentenze 9 settembre 1999, causa C-217/97, Commissione/Germania, Racc. pag. I-5087, punto 31; 16 novembre 2000, causa C-214/98, Commissione/Grecia, Racc. pag. I-9601, punto 49, nonché 11 luglio 2002, causa C-62/00, Marks & Spencer, Racc. pag. I-6325, punto 26).

38 — Si veda, a titolo di paragone, la disciplina vigente in Germania e in Austria. È pur vero che ai titolari di obbligazioni convertibili in azioni, ai sensi dell'art. 187 della legge tedesca in materia di società per azioni e dell'art. 154 della corrispondente legge austriaca, possono essere garantiti diritti di opzione con riguardo alle nuove azioni; tuttavia, il diritto di opzione degli azionisti deve essere fatto salvo. Questa disciplina contribuisce a che il diritto di opzione degli azionisti non venga pregiudicato.

76. L'art. 158, n. 1, LSA risulta in contrasto con l'obiettivo dell'art. 29, n. 1, della direttiva 77/91, volto a garantire agli azionisti il diritto di opzione. Come accennato in precedenza, tale diritto mira a proteggere gli azionisti da una diluizione della loro partecipazione al capitale della società per azioni [39]. Tale obiettivo viene tuttavia vanificato laddove il diritto di opzione venga riconosciuto anche ai titolari di obbligazioni convertibili in azioni, entrando così in concorrenza con gli azionisti nel caso dell'emissione di nuove azioni nell'ambito di un aumento di capitale della società [40].

77. L'esercizio di tale diritto consente infatti loro di acquistare una partecipazione al capitale iniziale senza dover prima convertire le loro obbligazioni in azioni. Ne consegue il rischio per gli azionisti di veder diluita la loro quota a favore dei titolari di obbligazioni convertibili in azioni, ancorché questi ultimi possano eventualmente non soddisfare i requisiti posti dall'assemblea generale per la conversione delle loro obbligazioni. Il rischio di una riduzione della quota e, dunque, di un peggioramento della posizione degli azionisti sussiste a maggior ragione laddove i titolari di obbligazioni convertibili in azioni soddisfino i requisiti per una conversione in azioni, considerato che essi si trovano così a disporre di due diverse possibilità per acquistare quote della società. Da ciò conseguirebbe un favoreggiamento dei titolari di obbligazioni convertibili in azioni a discapito degli azionisti [41].

78. Dalle suesposte considerazioni consegue che l'art. 158, n. 1, LSA, concedendo il diritto di opzione di azioni nell'ipotesi di aumento del capitale sottoscritto con conferimenti in denaro non soltanto agli azionisti, ma anche ai titolari di obbligazioni convertibili in azioni, risulta in contrasto tanto con il tenore quanto con la ratio e lo scopo dell'art. 29, n. 1, della direttiva 77/91.

79. Il secondo motivo di ricorso è pertanto fondato.

3. Sul terzo motivo di ricorso

80. Con il terzo motivo di ricorso la Commissione deduce la violazione dell'art. 29, n. 6, nel combinato disposto con l'art. 29, n. 1, della

39 — V. paragrafo 45 di queste conclusioni.

40 — Secondo Grechenig, K., op. cit. (nota 9), n. 4, pag. 583, il diritto di opzione viene decisamente limitato qualora altri investitori dispongano di diritti analoghi. Castellano Ramírez, M. J., op. cit. (nota 21), pag. 829, nota 135, ritiene eventualmente sussistente un pregiudizio degli azionisti qualora, a causa della concorrenza con i titolari di obbligazioni convertibili in azioni, le loro possibilità di acquistare nuove azioni diminuiscano. Egli rimanda alla critica di tale disciplina nella dottrina spagnola.

41 — Alonso Espinosa, F. J., *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas* (a cura di Ignacio Arroyo e José Miguel Embid), vol. III, artt. 292, 293 e 294, pag. 2815, sottolinea parimenti il pericolo di un favoreggiamento sproporzionato dei titolari di obbligazioni convertibili in azioni a discapito degli azionisti.

direttiva 77/91, in quanto l'art. 293, n. 2, LSA concede il diritto di opzione per le obbligazioni convertibili in azioni non soltanto agli azionisti, ma anche ai titolari di obbligazioni convertibili derivanti da emissioni anteriori.

81. Come già l'art. 29, n. 1, della medesima direttiva concede esclusivamente agli azionisti la prelazione nell'acquisizione di azioni. Dall'art. 29, n. 6, della direttiva 77/91 risulta inoltre che i nn. da 1 a 5 si applicano all'emissione di tutti i titoli convertibili in azioni. Tale rinvio all'art. 29, n. 1, deve pertanto essere interpretato nel senso che la direttiva 77/91 solo agli azionisti il diritto di opzione per le obbligazioni convertibili in azioni [42].

82. L'art. 293, n. 2, LSA, al contrario, prevede che il medesimo diritto spetti ai titolari di obbligazioni convertibili derivanti da emissioni anteriori. Anche a tal riguardo si deve rilevare che il legislatore nazionale va oltre quanto prescritto dalla direttiva 77/91. Tale superamento del quadro normativo stabilito dal diritto comunitario configura in ogni caso una violazione della direttiva 77/91, in quanto esso si ripercuote a detrimento degli azionisti.

83. Conformemente alla situazione già descritta nell'ambito del secondo motivo di ricorso sussiste infatti, anche in relazione all'acquisto di obbligazioni convertibili in azioni, un rapporto di concorrenza fra gli azionisti e i titolari di obbligazioni convertibili in azioni derivanti da emissioni anteriori. Le considerazioni da me svolte con riguardo al secondo motivo di ricorso possono essere pertanto trasposte per analogia.

84. Il terzo motivo di ricorso è pertanto fondato.

4. Sul quarto motivo di ricorso

85. Con il quarto motivo di ricorso la Commissione deduce la violazione dell'art. 29, n. 6, nel combinato disposto con l'art. 29, n. 4, della direttiva 77/91, in quanto la LSA non prevederebbe la facoltà per l'assemblea degli azionisti di autorizzare l'esclusione del diritto di opzione di obbligazioni convertibili in azioni.

86. L'art. 29, n. 4, della direttiva 77/91 stabilisce che l'assemblea generale può, in presenza di determinate condizioni dettagliatamente specificate, può deliberare l'esclusione del diritto di opzione degli azionisti. Ai sensi dell'art. 29, n. 6, della direttiva 77/91, tale disposizione vale anche per il diritto di opzione degli azionisti in relazione all'emissione di titoli convertibili in azioni.

42 — In tal senso anche Vásquez Albert, D., op. cit. (nota 7), pag. 1698.

87. Quanto al recepimento nel diritto spagnolo delle menzionate disposizioni comunitarie, si deve rilevare che l'art. 159 LSA prevede espressamente il diritto dell'assemblea generale di deliberare l'esclusione del diritto di opzione. L'art. 293 LSA, il quale accorda agli azionisti della società il diritto di opzione per le obbligazioni convertibili in azioni, non prevede, per contro, il medesimo diritto dell'assemblea generale di escludere il diritto di opzione con riguardo a tali titoli. Mentre, infatti, ai sensi dell'art. 293, n. 3, LSA le disposizioni di cui all'art. 158 di tale legge si applicano al diritto di opzione per le obbligazioni convertibili in azioni, tale rinvio non si estende all'art. 159 LSA. Ciò premesso, la Commissione fa valere che la LSA spagnola, quale strumento di trasposizione di uno Stato membro, si discosta dal dettato della direttiva, quantomeno rispetto al tenore letterale della norma.

88. Tale conclusione non appare inficiata neanche dai rilievi del governo spagnolo, secondo cui occorrerebbe procedere ad un'interpretazione sistematica delle disposizioni della LSA per poter concludere nel senso che la normativa spagnola in materia di società per azioni disporrebbe l'esclusione del diritto di opzione di obbligazioni convertibili in azioni. Il governo spagnolo non è riuscito soprattutto a spiegare per qual motivo l'art. 293, n. 3, LSA non rimanda direttamente alla disciplina centrale contenuta nell'art. 159 LSA, concernente l'esclusione del diritto di opzione, che avrebbe deposto in favore dell'interpretazione propugnata dal governo medesimo.

89. Sono ben consapevole del fatto che, nell'analisi della questione della compatibilità con il diritto comunitario di una disposizione del diritto nazionale, non è determinante solo il testo di tale disposizione, dovendo essere parimenti tenuta in considerazione la sua interpretazione da parte dei giudici nazionali [43]. La giurisprudenza di uno Stato membro, in quanto espressione dell'interpretazione vincolante della legge per tutti i soggetti dell'ordinamento giuridico, risulta essere un parametro indefettibile ai fini della valutazione della conformità al diritto comunitario del recepimento e dell'interpretazione del diritto nazionale. Il governo spagnolo non ha tuttavia prodotto alcun elemento atto ad evidenziare un'interpretazione della LSA conforme al diritto comunitario da parte della Corte suprema e, a maggior ragione, all'opinione dominante in seno alla dottrina [44]. Esso ha invece dedotto la propria interpretazione della legge, senza risolvere del tutto i dubbi residui concernenti la corretta trasposizione della direttiva. Il suo argomento non può dunque essere considerato, alla luce delle

43 — Lenaerts, K./Arts, D./Maselis, I., *Procedural Law of the European Union*, 2ª edizione, Londra, 2006, punto 5-056, pag. 162, osservano che la portata di leggi, regolamenti o disposizioni amministrative nazionali deve essere valutata alla luce dell'interpretazione di tali atti operata dai giudici nazionali. L'interpretazione conforme al diritto comunitario ha costituito, come già menzionato alla nota 31 di queste conclusioni, oggetto del rinvio pregiudiziale della Corte di cassazione tedesca nella causa C-42/95, Siemens/Nold.

44 — Alcuni autori spagnoli sembrano avere effettivamente sostenuto la tesi secondo la quale il diritto di opzione per le obbligazioni convertibili in azioni non poteva essere escluso in considerazione dell'assenza di rinvio, nell'art. 293, n. 3, all'art. 159 LSA (in tal senso, per esempio, Vicent Chulia, F., *Compendio crítico de derecho mercantil*, 3ª edizione, Barcellona, 1991, pag. 800). Attualmente la maggior parte della dottrina spagnola si pronuncia a favore di un'interpretazione sistematica e teleologica di tali disposizioni ovvero, perlomeno, per un'applicazione analogica dell'art. 159 LSA al diritto di opzione dei titolari di obbligazioni convertibili in azioni [v. Alonso Espinosa, F. J., op. cit. (nota 40), art. 293, pag. 2818 e segg.; Grechenig, K., op. cit. (nota 9), n. 4, pag. 584]. L'applicazione analogica, tuttavia, presuppone notoriamente l'esistenza di una lacuna normativa contraria al sistema. Con il suo ricorso la Commissione nega però proprio la sussistenza di una lacuna normativa.

disposizioni processuali in materia di prova, sufficientemente circostanziato.

90. A prescindere da tali considerazioni, condivido la tesi della Commissione secondo la quale le menzionate disposizioni nazionali difetterebbero, in ogni caso, del necessario di precisione e di univocità, non rispondendo, conseguentemente, ai requisiti di certezza del diritto e di chiarezza.

91. È vero che la trasposizione di una direttiva nel diritto nazionale non implica necessariamente la riproduzione ufficiale e testuale delle sue disposizioni in una norma espressa e specifica [45]. Tuttavia, secondo una costante giurisprudenza, la necessità di garantire la piena applicazione del diritto comunitario impone agli Stati membri non solo di conformare le proprie leggi al diritto comunitario, ma anche di farlo mediante disposizioni giuridiche atte a delineare una situazione sufficientemente precisa, chiara e trasparente per consentire ai singoli di conoscere pienamente i loro diritti e di avvalersene dinanzi ai giudici nazionali [46]. Poiché dall'art. 293, n. 3, LSA non emerge in modo univoco la facoltà per l'assemblea generale di escludere il diritto di opzione per le obbligazioni convertibili in azioni, il legislatore spagnolo non ha correttamente trasposto in l'art. 29, n. 6, nel combinato disposto con l'art. 29, n. 4, della direttiva 77/91.

92. Anche questo motivo di ricorso risulta pertanto fondato.

VII — Sulle spese

93. Ai sensi dell'art. 69, n. 2, del regolamento di procedura, la parte soccombente è condannata alle spese. Poiché il Regno di Spagna è rimasto sostanzialmente soccombente, deve essere condannato alle spese.

45 — Sentenze 15 marzo 1990, causa C-339/87, Commissione/Paesi Bassi (Racc. pag. I-851, punto 25); 28 febbraio 1991, causa C-131/88, Commissione/Germania (Racc. pag. I-825, punto 8), nonché 30 maggio 1991, causa C-59/89, Commissione/Germania (Racc. pag. I-2607, punto 18).

46 — V. in questo senso, con riferimento alle direttive, le sentenze 28 febbraio 1991, causa C-360/87, Commissione/Italia (Racc. pag. I-791, punto 12), nonché 15 giugno 1995, causa C-220/94, Commissione/Lussemburgo (Racc. pag. I-1589, punto 10). V. inoltre le sentenze 18 gennaio 2001, causa C-162/99, Commissione/Italia (Racc. pag. I-541, punti 22-25), nonché 6 marzo 2003, causa C-478/01, Commissione/Lussemburgo (Racc. pag. I-2351, punto 20).

VIII — Conclusione

94. Alla luce delle considerazioni che precedono, propongo alla Corte quanto segue:

— dichiarare che il Regno di Spagna, non avendo correttamente trasposto la direttiva 77/91, ha violato gli obblighi ad esso incombenti in forza della detta direttiva e, in particolare:

a) dell'art. 29, n. 1, della direttiva medesima, nella parte in cui ha concesso il diritto di opzione per le azioni nell'ipotesi di aumento del capitale sottoscritto con conferimenti in denaro non soltanto agli azionisti, ma anche ai titolari di obbligazioni convertibili in azioni;

b) dell'art. 29, n. 6, della direttiva medesima, nel combinato disposto con il precedente art. 29, n. 1, nella parte in cui ha concesso il diritto di opzione per le obbligazioni convertibili in azioni non soltanto agli azionisti, ma anche ai titolari di obbligazioni convertibili derivanti da emissioni anteriori;

c) dell'art. 29, n. 6, della direttiva medesima, nel combinato disposto con il precedente art. 29, n. 4, nella parte in cui non ha previsto che l'assemblea degli

azionisti possa autorizzare l'esclusione del diritto di opzione per le obbligazioni convertibili in azioni;

— respingere per il resto il ricorso in quanto infondato;

— condannare il Regno di Spagna alle spese.