CONCLUSIONES DE LA ABOGADO GENERAL
SRA. VERICA TRSTENJAK
presentadas el 4 de septiembre de 2008 [1]

I. Introducción

1. El presente asunto tiene su origen en un recurso por incumplimiento de la Comisión formulado con arreglo al artículo 226 CE por el que ésta solicita al Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas que declare que el Reino de España ha incumplido las obligaciones que le incumben en virtud de los artículos 29 y 42 de la Directiva 77/91/CEE del Consejo, de 13 de diciembre de 1976, [2] al no haber adaptado correctamente su ordenamiento jurídico interno a las citadas disposiciones de la Directiva.

2. El recurso tiene por objeto diversos aspectos del derecho de suscripción preferente de los accionistas en relación con aumentos de capital de sociedades mediante aportaciones dinerarias, ante todo, las condiciones legales para excluir el derecho de suscripción, la compatibilidad con el Derecho comunitario de un régimen nacional que concede dicho derecho también a los titulares de obligaciones convertibles en acciones, [3] así como las condiciones establecidas por el Derecho comunitario que han de cumplirse al fijar el precio de emisión de las nuevas acciones.

II. Marco jurídico

A. *Normativa comunitaria*

3. La base jurídica de la Directiva 77/91 es el artículo 44 CE, apartado 2, letra g), según el cual el Consejo y la Comisión coordinan las

1 — Lengua original: alemán.

2 — Segunda Directiva tendente a coordinar, para hacerlas equivalentes, las garantías exigidas en los Estados miembros a las sociedades, definidas en el párrafo segundo del artículo 58 del Tratado, con el fin de proteger los intereses de los socios y terceros, en lo relativo a la constitución de la sociedad anónima, así como al mantenimiento y modificaciones de su capital (DO 1977, L 26, p. 1; EE 17/01, p. 44).

3 — Las obligaciones convertibles son obligaciones cuyos acreedores disponen, además de del derecho a restitución, de un derecho de convertir las obligaciones en acciones o de adquirir nuevas acciones como un derecho de disfrute especial [véase Nagele: *Kommentar zum Aktiengesetz* (coord. Peter Jabornegg/Rudolf Strasser), 4ª ed., Viena, 2002, parte III, arts. 145-273 AktG, marginal 5, p. 5; Peifer, K.-N.: *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, 2ª ed., 2005, art. 186 AktG, marginal 33; Hüffer, U.: *Aktiengesetz*, 8ª ed., tomo 53, art. 160 AktG, marginal 12; Holland, B.: «Die Bedienung von Wandelanleihen aus genehmigtem Kapital», *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht*, 2006, cuaderno 23, p. 892; Kocbek, M.: *Veliki komentar Zakona o gospodarskih družbah / ZGD-1* (coord. Marijan Kocbek), tomo 2, Liubliana, 2007, art. 371, pp. 664 y ss.] Desde el punto de vista económico las obligaciones convertibles son títulos híbridos, habida cuenta de que, en primer lugar, producen, en cuanto obligaciones, un rendimiento fijo y, en caso de conversión, un rendimiento variable [véase Tapia Hermida, A.J.: «Obligaciones convertibles», *Diccionario de Derecho de Sociedades* (coord. Carmen Alonso Ledesma), Madrid, 2006, pp. 820 y ss.].

disposiciones de protección con objeto de hacer equivalentes las garantías que en los Estados miembros se exigen a las sociedades para proteger los intereses de socios y terceros.

4. Los considerandos segundo y quinto de la Directiva 77/91 tienen el siguiente tenor:

«Considerando que, para asegurar una equivalencia mínima en la protección de los accionistas y de los acreedores de estas sociedades tiene una importancia muy especial la coordinación de las disposiciones nacionales relativas a su constitución, así como al mantenimiento, al aumento y a la reducción de su capital;

[…]

Considerando que es necesario, a la vista de los objetivos mencionados en [el artículo 44 CE, apartado 2, letra g)], que, en los aumentos y reducciones de capital, las legislaciones de los Estados miembros garanticen el respeto y armonicen la aplicación de los principios que garanticen el trato igual a los accionistas que se encuentren en condiciones idénticas y la protección de los titulares de deudas anteriores a la decisión de reducción».

5. El artículo 29 de la Directiva 77/91 dispone lo siguiente:

«1. En todo aumento del capital suscrito por aportaciones dinerarias, las acciones deberán ofrecerse con preferencia a los accionistas en proporción a la parte del capital representado por sus acciones.

[…]

4. El derecho preferente no podrá ser limitado ni suprimido por los estatutos o la escritura de constitución. Sin embargo, sí podrá serlo por decisión de la junta general. El órgano de dirección o de administración deberá presentar a esta junta un informe escrito que indique las razones de limitar o de suprimir el derecho preferente y que justifique el precio de emisión propuesto. La junta decidirá según las reglas de *quorum* y de mayoría fijadas en el artículo 40. […]

[…]

6. Se aplicarán los apartados 1 al 5 en la emisión de todos los títulos convertibles en acciones o que se acompañen de un derecho de suscripción de acciones, pero no a la conversión de los títulos y al ejercicio del derecho de suscripción.»

6. El artículo 42 de la Directiva 77/91 exige lo siguiente:

«Para la aplicación de la presente Directiva, las legislaciones de los Estados miembros garantizarán un trato igual de los accionistas que se encuentren en condiciones idénticas.»

B. *Normativa nacional*

7. El ordenamiento jurídico español se adapta a la Directiva 77/91 mediante los artículos 158, 159 y 293 del Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre de 1989, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas (en lo sucesivo, «LSA»).

8. El artículo 158, apartado 1, de la LSA reconoce el derecho de suscripción preferente en relación con los aumentos de capital de sociedades anónimas con emisión de nuevas acciones:

«En los aumentos de capital social con emisión de nuevas acciones, ordinarias o privilegiadas, los antiguos accionistas y los titulares de obligaciones convertibles podrán ejercitar, dentro del plazo que a tal efecto les conceda la Administración a la sociedad, que no será inferior a quince días desde la publicación del anuncio de la oferta de suscripción de la nueva emisión en el *Boletín Oficial del Registro Mercantil* en el caso de las sociedades cotizadas, y de un mes en el resto de los casos, el derecho a suscribir un número de acciones proporcional al valor nominal de las acciones que posean o de las que corresponderían a los titulares de obligaciones convertibles de ejercitar en ese momento la facultad de conversión.»

9. El artículo 159 de la LSA regula la supresión del derecho de suscripción preferente previsto en el artículo 158 de la LSA:

«1. En los casos en que el interés de la sociedad así lo exija, la Junta General, al decidir el aumento del capital, podrá acordar la supresión total o parcial del derecho de suscripción preferente. Para la validez de este acuerdo, que habrá de respetar lo dispuesto en el artículo 144, será imprescindible:

a) Que en la convocatoria de la Junta se hayan hecho constar la propuesta de supresión del derecho de suscripción preferente y el tipo de emisión de las nuevas acciones.

b) Que al tiempo de la convocatoria de la Junta se pongan a disposición de los accionistas, conforme a lo previsto en el párrafo c) del apartado 1 del artículo 144, un informe elaborado por los administradores, en el que se justifique detalladamente la propuesta y el tipo de emisión de las acciones, con indicación de las personas a las que éstas habrán de atribuirse, y un informe elaborado, bajo su responsabilidad, por un auditor de cuentas distinto del auditor de las cuentas de la sociedad, nombrado a estos efectos por el Registro mercantil, sobre el valor razonable de las acciones de la sociedad, sobre el valor teórico de los derechos de suscripción preferente cuyo ejercicio se propone suprimir y sobre la razonabilidad de los datos contenidos en el informe de los administradores.

c) Que el valor nominal de las acciones a emitir, más, en su caso, el importe de la prima de emisión, se corresponda con el valor razonable que resulte del informe de los auditores de cuentas a que se refiere el párrafo b) precedente. Tratándose de una sociedad cotizada, el valor razonable se entenderá como valor de mercado y éste se presumirá salvo que se justifique lo contrario, referido a su cotización bursátil.

No obstante, en el supuesto de sociedades cotizadas, la Junta de Accionistas, una vez que disponga del informe de los administradores y del informe del auditor de cuentas requeridos en el párrafo b) precedente, los cuales deberán, en este caso, referirse también al valor neto patrimonial de las acciones, podrá acordar la emisión de nuevas acciones a cualquier precio, siempre que sea superior al valor neto patrimonial de éstas que resulte del informe de dicho auditor, pudiendo dicha Junta de Accionistas limitarse a establecer el procedimiento para su determinación.

[…]»

10. El artículo 293 de la LSA regula el derecho de suscripción preferente de obligaciones convertibles:

«1. Los accionistas de la sociedad tendrán derecho de suscripción preferente de las obligaciones convertibles.

2. Igual derecho corresponderá a los titulares de obligaciones convertibles pertenecientes a emisiones anteriores en la proporción que les corresponda según las bases de la conversión.

3. Al derecho de suscripción preferente de obligaciones convertibles resultará de aplicación lo dispuesto en el artículo 158 de esta Ley.»

III. Procedimiento administrativo previo

11. Mediante escrito de requerimiento de 15 de enero de 2004, la Comisión llamó la atención del Gobierno de España sobre algunas incoherencias en la adaptación del ordenamiento jurídico interno a la Directiva 77/91 mediante la LSA.

12. En su respuesta de 10 de marzo de 2004, el Gobierno de España negó la existencia de toda contradicción de la Ley de que se trata con la Directiva 77/91.

13. La Comisión estimó que dicha respuesta no era satisfactoria por lo que decidió enviar al Gobierno de España un dictamen motivado con fecha 5 de enero de 2005. En él fijaba al Gobierno de España un plazo de dos meses para introducir las modificaciones necesarias en la norma nacional.

14. A continuación, el Gobierno de España remitió a la Comisión un escrito, de 4 de marzo de 2005, redactado por su Ministerio de Economía y Hacienda, en el que rechazaba lo exigido por la Comisión.

15. Al no considerar satisfactorias las alegaciones del Gobierno de España, la Comisión decidió interponer un recurso ante el Tribunal de Justicia.

IV. Procedimiento ante el Tribunal de Justicia y pretensiones de las partes

16. En su escrito de interposición del recurso, registrado en la Secretaría del Tribunal de Justicia el 4 de agosto de 2006, la Comisión solicita que el Tribunal de Justicia que:

— Declare que, al no haber transpuesto correctamente la Directiva 77/91/CEE del Consejo, de 13 de diciembre de 1976, tendente a coordinar, para hacerlas equivalentes, las garantías exigidas en los Estados miembros a las sociedades, definidas en el párrafo segundo del artículo 58 del Tratado, con el fin de proteger los intereses de los socios y terceros, en lo relativo a la constitución de la sociedad anónima, así como al mantenimiento y modificaciones de su capital, el Reino de España ha incumplido las obligaciones que le incumben en virtud de dicha Directiva, y en particular de:

a) su artículo 42, en relación con el artículo 29, apartados 1 y 4, al permitir que la Junta General acuerde la emisión de nuevas acciones con exclusión del derecho de suscripción preferente a un precio por debajo de su valor de mercado;

b) su artículo 29, apartado 1, al conceder el derecho de suscripción preferente de acciones en el supuesto de ampliación de capital suscrito con aportaciones dinerarias no sólo a los accionistas sino también a los titulares de obligaciones convertibles en acciones;

c) su artículo 29, apartado 6, en relación con su artículo 29, apartado 1, al conceder el derecho de suscripción preferente de obligaciones convertibles en acciones no sólo a los accionistas sino también a los titulares de obligaciones convertibles pertenecientes a emisiones anteriores;

d) su artículo 29, apartado 6, en relación con el artículo 29, apartado 4, al no prever que la Junta de Accionistas pueda acordar la exclusión del derecho de suscripción preferente de obligaciones convertibles en acciones.

— Condene en costas al Reino de España.

17. El Reino de España solicita que:

— Se desestime el recurso.

— Se condene en costas a la Comisión.

18. La Comisión presentó su réplica el 4 de diciembre de 2006. La dúplica del Gobierno español se recibió en el Tribunal de Justicia el 6 de febrero de 2007, después de que se le hubiera concedido una ampliación del plazo.

19. Mediante auto del Presidente del Tribunal de Justicia de 18 de enero de 2007, se admitió la intervención del Reino Unido, de la República de Polonia y de la República de Finlandia como coadyuvantes en el sentido del artículo 93, apartado 1, del Reglamento de Procedimiento para apoyar las pretensiones del Reino de España. Estos países presentaron observaciones escritas.

20. Al no haberse solicitado la celebración de una vista, el asunto quedó listo para la preparación de estas conclusiones tras la reunión general de 29 de abril de 2008.

V. Motivos y principales alegaciones de las partes

21. La Comisión aduce un total de cuatro motivos contra el Reino de España.

A. *Sobre el primer motivo*

22. Mediante su primer motivo, la *Comisión* invoca una infracción del imperativo de igualdad de trato de los accionistas establecido en el artículo 42 de la Directiva 77/91, habida cuenta de que el artículo 159, apartado 1, letra c), de la LSA permite establecer en caso de aumento del capital con supresión del derecho de suscripción preferente un precio de emisión de nuevas acciones muy inferior al valor de mercado.

23. En concreto, la Comisión señala que, según el artículo 159, apartado 1, letra c), de la LSA, la junta general de accionistas de una sociedad que cotiza en bolsa puede acordar la emisión por cualquier precio, pero únicamente si dicho precio es superior al valor neto patrimonial correspondiente. No obstante, según la Comisión, el valor neto patrimonial puede ser un 20 % o incluso un 80 % inferior al valor de mercado. A este respecto, la Comisión se remite a la normativa de otros Estados miembros que permiten establecer el precio de emisión en un 5 a 10 % por debajo del precio de mercado como máximo.

24. La Comisión deduce de ello que el artículo 159, apartado 1, letra c), de la LSA infringe el artículo 42 de la Directiva 77/91, puesto que permite, en el ámbito de las sociedades que cotizan en bolsa, una discriminación manifiesta entre los accionistas que habían adquirido sus acciones por el valor de mercado y aquellos nuevos accionistas a los que la sociedad permite adquirir acciones a un precio muy inferior al valor de mercado (y que, por lo tanto, es «irrazonable»).

25. En primer lugar, el *Reino de España* alega que la LSA determina condiciones para suprimir el derecho de suscripción que son, en realidad, más estrictas que las de la Directiva 77/91. Por una parte, la LSA prevé un límite mínimo para el precio de emisión que en ningún caso puede ser inferior al valor neto patrimonial correspondiente a las

acciones, dato que señalan igualmente la *República de Polonia,* el *Reino Unido* y la *República de Finlandia*. Por otra parte, la LSA prevé que el informe de los administradores tendrá que ir acompañado del informe de un auditor de cuentas independiente.

26. El Reino de España alega que la Comisión concluye erróneamente que el artículo 159, apartado 1, letra c), párrafo segundo, de la LSA permite la fijación de un «precio irrazonablemente bajo» en comparación con el valor de mercado de las acciones de que se trata. En realidad, el primer apartado se limita a establecer una presunción *iuris tantum* según la cual el «valor razonable» de la acción de una sociedad que cotiza en bolsa se corresponde con su «valor de mercado». No obstante, la junta de accionistas puede fijar un precio de emisión inferior al «valor de mercado», que no pierde su carácter razonable si está justificado a la luz de los informes antes mencionados.

27. El *Reino de España,* la *República de Polonia* y el *Reino Unido* alegan, por lo demás, que no es posible establecer una discriminación entre los actuales accionistas y los accionistas potenciales que adquieran tal condición con ocasión de un aumento de capital de una sociedad que cotiza en bolsa, habida cuenta de que ambas categorías de accionistas no se encuentran en una situación comparable. Debido a la cotización en bolsa y a las fluctuaciones de ésta, cada accionista habrá adquirido sus acciones por un precio distinto, dependiendo del momento de adquisición y de la correspondiente cotización. Por lo tanto, es normal que algunos accionistas hayan adquirido sus acciones por un precio inferior o también por un precio superior al de emisión.

28. Además, tanto el *Reino de España* como la *República de Polonia* destacan la circunstancia de que el artículo 159, apartado 1, letra c), de la LSA exige la aprobación por la junta general de accionistas, teniendo que respetarse la mayoría y el quórum necesarios para la modificación de los estatutos.

29. Además, el *Reino Unido* defiende la opinión de que no cabe hablar de un trato desigual, habida cuenta de que el precio de una acción es un mero elemento económico. Aun cuando deba considerarse que existe un trato desigual, éste se justifica en cualquier caso por el interés económico de la sociedad en un aumento de capital.

30. La *República de Finlandia* considera que para poder determinar si existe una desigualdad de trato es necesario efectuar un examen global de las circunstancias de una emisión de acciones nuevas.

31. La *República de Polonia* defiende la postura de que la posibilidad de emitir acciones nuevas por un precio inferior al valor de mercado no debe examinarse a la luz de la obligación de respetar la igualdad de trato, sino teniendo en cuenta el principio de que los órganos sociales tienen que actuar en interés de la propia sociedad.

B. *Sobre el segundo motivo*

32. Mediante su segundo motivo, la *Comisión* alega una infracción del artículo 29, apartado 1, de la Directiva 77/91 por el hecho de que el artículo 158, apartado 1, de la LSA concede el derecho de adquisición preferente de acciones en caso de aumento del capital suscrito con aportaciones dinerarias no sólo a los accionistas sino también a los titulares de obligaciones convertibles.

33. El artículo 29, apartado 1, de la Directiva dispone que las nuevas acciones «deberán ofrecerse con preferencia a los accionistas en proporción a la parte del capital representado por sus acciones». Habida cuenta de que las obligaciones convertibles no forman parte del capital suscrito de la sociedad, el derecho de adquisición preferente que concede la LSA a los titulares de obligaciones convertibles no permite que se ofrezcan las nuevas acciones a los accionistas de manera proporcional a su participación en la sociedad. Por consiguiente, una disposición de dichas características es contraria al objetivo de la Directiva de impedir cualquier riesgo de dilución de la participación de los antiguos accionistas en el capital social. Además, tampoco es necesaria tal medida para proteger los intereses de los titulares de obligaciones convertibles.

34. El *Reino de España* defiende la postura de que una interpretación literal del artículo 29, apartado 1, de la Directiva 77/91, como la que propone la Comisión, contradice el propio tenor de dicha disposición, habida cuenta de que, de conformidad con su tenor, las acciones tienen que ofrecerse «con preferencia» a los accionistas, lo cual a su vez no significa que, de conformidad con la disposición, las acciones tengan que ofrecerse «exclusivamente» a los accionistas. A esto hay que añadir que la Directiva no dice nada acerca de las obligaciones convertibles.

35. El *Reino de España* y la *República de Polonia* abogan, más bien, por una interpretación teleológica de la referida disposición para proteger así no sólo a los titulares de las obligaciones convertibles, sino igualmente a los potenciales nuevos accionistas de la sociedad y mantener el valor de las acciones a ellos reservadas. De este modo también se evita que el emisor pueda influir sobre la conveniencia misma de la conversión.

36. Por último, la *República de Polonia* señala que la Directiva también tiene por objeto la protección de «terceros», es decir de aquellas personas que, en determinadas situaciones, puedan ser equiparadas a los accionistas, por ejemplo, los titulares de obligaciones convertibles. La Directiva únicamente establece un mínimo de protección, y cede en favor de los Estados miembros la competencia de adoptar disposiciones protectoras más estrictas.

C. *Sobre el tercer motivo*

37. La *Comisión* afirma que el artículo 293, apartado 2, de la LSA infringe el artículo 29, apartados 1 y 6, de la Directiva 77/91 por las mismas razones que las expuestas en el marco del segundo motivo, en la medida en que concede un derecho de adquisición preferente de obligaciones convertibles no sólo a los accionistas sino igualmente también a los titulares de obligaciones convertibles puestas en circulación con anterioridad.

38. El *Reino de España* y la *República de Polonia* se remiten a los argumentos que ya se expusieron en relación con el segundo motivo y señalan que una interpretación literal de la Directiva, como la que hace la Comisión, carece de fundamento.

D. *Sobre el cuarto motivo*

39. La *Comisión* alega una infracción del artículo 29, apartado 6, en relación con el artículo 29, apartado 4, de la Directiva 77/91, habida cuenta de que la LSA no prevé que la junta general pueda adoptar la decisión de suprimir el derecho de suscripción preferente de obligaciones convertibles.

40. La Comisión señala que, si bien es cierto que el artículo 293, apartado 3, de la LSA se remite al artículo 158 de la LSA, no contiene remisión alguna al artículo 159 de la LSA, en el que se regula precisamente la posibilidad de suprimir el derecho de suscripción preferente. Incluso si una interpretación sistemática permitiera la supresión del derecho de suscripción preferente de obligaciones convertibles concedido a los accionistas, el artículo 293 de la LSA, en su versión actual, genera dudas e incertidumbre para los particulares y, por lo tanto, no puede considerarse una adaptación adecuada del Derecho interno

a la Directiva, sobre todo porque no se ha aportado prueba alguna de que los órganos jurisdiccionales españoles siguen efectivamente tal interpretación sistemática.

41. El *Reino de España* alega que una interpretación sistemática del artículo 293 de la LSA no puede conducir a un resultado distinto de la posibilidad de que la junta general suprima respecto de los accionistas el derecho de suscripción preferente de obligaciones convertibles, puesto que cualquier otra solución carecería de toda lógica.

42. La *República de Finlandia* señala que, en cualquier caso, el objetivo de la Directiva es únicamente una armonización mínima y que incluso si la junta general no pudiera suprimir respecto de los accionistas el derecho de suscripción preferente de obligaciones convertibles, esto no infringiría la Directiva 77/91.

VI. Apreciación jurídica

A. *Observaciones preliminares*

43. Hasta la fecha se han dedicado trece directivas y propuestas de directivas a la aproximación del Derecho material de sociedades de los Estados miembros. [4] Entre ellas se encuentra la Directiva 77/91, aprobada el 13 de diciembre de 1976, que tiene por objeto, en particular, la aproximación de las disposiciones de los Estados miembros relativas a la constitución de sociedades anónimas y también a la reunión y el mantenimiento de un capital mínimo de las sociedades anónimas, por lo que se denomina también «Directiva sobre capitales». [5]

44. El artículo 29, apartado 1, de la Directiva 77/91 establece a escala comunitaria el derecho de suscripción preferente de los accionistas en los casos de aumentos de capital. Sin embargo, procede recordar que, en algunos Estados miembros, el derecho de

4 — Sobre la base del artículo 44 CE, apartado 2, letra g) se han adoptado hasta la fecha diez directivas de aproximación en el ámbito del Derecho de sociedades en sentido estricto a las que se ha adaptado el ordenamiento jurídico interno (véase Kindler, P.: *Münchener Kommentar zum BGB*, 4ª ed., 2006, tomo 11, marginal 33; Behrens, P.: *Handbuch des EU-Wirtschaftsrechts*, tomo 1, Múnich, 2004, E. III, marginal 10, p. 10; Trstenjak, V./Kocbek, M.: *Evropsko pravo gospodarskih družb*, Liubliana 2004, pp. 31 a 50).

5 — La importancia esencial de la Directiva 77/91 se encuentra, en primer lugar, en el establecimiento a escala comunitaria del principio continental europeo del capital fijo: habida cuenta de que los accionistas no responden personalmente por las deudas de la sociedad, ésta debe disponer, para la protección de los acreedores, de un capital mínimo, garantizado además por disposiciones estrictas sobre el mantenimiento del capital. Por esta razón, la Directiva no regula únicamente el importe mínimo del capital sino también y sobre todo las modalidades de aportaciones dinerarias y en especie, la adquisición de acciones propias por la sociedad, la retirada de acciones y la modificación del capital por vía de aumento y reducción del mismo. No obstante, al regular la aportación y el mantenimiento del capital garantizado, la Directiva no sólo tiene por objeto la protección de los acreedores. Según lo dispuesto en sus considerandos segundo y quinto, su finalidad también es la de proteger a los accionistas. Tienen esta finalidad, en particular, las disposiciones sobre la participación de la junta general en la adopción de medidas relativas al capital y sobre las obligaciones de información en caso de grandes pérdidas, la creación de un derecho de suscripción de los accionistas en caso de aumentos de capital y el establecimiento del principio de igualdad de trato. Además, la Directiva regula cuestiones esenciales en relación con la constitución de una sociedad anónima. A este respecto han de destacarse las disposiciones relativas al contenido mínimo de los estatutos, el acta de constitución o de un escrito separado (véase Habersack, M.: *Europäisches Gesellschaftsrecht*, 3ª ed., Múnich, 2006, marginales 3 y 4, pp. 129 y ss.; Lutter, M.: *Europäisches Unternehmensrecht*, 4ª ed., Berlín, 1996, pp. 109 y ss.).

suscripción preferente disfruta de una larga tradición jurídica que se inició a mediados del siglo XIX. [6] En la doctrina comparada se considera generalmente que dicho derecho tiene su origen en el ordenamiento jurídico del Reino Unido, pero que a partir de la mitad del siglo XX fue influenciado, al menos en el contexto europeo, de manera determinante por la evolución de los ordenamientos jurídicos de Alemania, Francia e Italia. [7] La armonización del Derecho de sociedades de los Estados miembros, relacionada con la Directiva 77/91, ya condujo a su vez a que otros Estados miembros, que hasta entonces no conocían este derecho en sus ordenamientos jurídicos o que, en cualquier caso, no le atribuían carácter obligatorio, tuvieran que adoptar el derecho de suscripción preferente, lo que contribuyó esencialmente a su extensión y homogenización, también más allá de las fronteras de la Unión Europea.

45. En caso de aumento de capital, el derecho de suscripción proporciona al accionista un derecho sobre las nuevas acciones en una parte proporcional a su cuota de participación

anterior, lo que le permite mantener su cuota de participación. [8] De este modo tiene el derecho a participar con el mismo porcentaje que antes en el capital de la sociedad anónima. Por esta razón, la opinión tradicional considera que el derecho de suscripción de los accionistas es un mecanismo eficaz para proteger a los accionistas individuales y a los pequeños accionistas de las desventajas que podrían resultar de la emisión de nuevas acciones relacionada con un aumento de capital. Entre ellas se encuentran la pérdida de derechos de participación de naturaleza económica (p. ej., restricción del derecho a recibir dividendos) y política, por ejemplo en forma de un derecho de codecisión (p. ej., limitación del derecho de voto), así como de otros derechos distintos de los económicos (p. ej., derecho de información o derecho a solicitar la convocatoria de una junta de accionistas). [9]

6 — Para examinar la evolución del derecho de suscripción preferente en los ordenamientos jurídicos de Alemania, Italia, Francia, el Reino Unido, Bélgica, Portugal y Suiza, véase Vásquez Albert, D.: «El derecho de suscripción preferente en Europa», *Revista de derecho de sociedades,* nº 11 (1999), pp. 79 a 131.

7 — Véase Vásquez Albert, D.: «El derecho de suscripción preferente en el Derecho Comunitario», *Revista de derecho mercantil,* nº 230 (1998), p. 1693. La Aktiengesetz alemana (Ley de sociedades anónimas) ha influenciado sustancialmente la Directiva 77/91, tanto en la estructura como en cuanto al contenido, lo que ha causado ciertas dificultades en la adaptación de sus normativas a los Estados miembros cuyos ordenamientos jurídicos pertenecen al *common law* [véase Trstenjak, V./Kocbek, M.: *op. cit.* (nota 4) p. 34; Schutte-Venstra, J.N.: *Harmonisatie van het kapitaalbeschermingsrecht in de EEG,* Apeldoorn, 1991, p. 16].

8 — Natterer, J.: *Kapitalveränderung der Aktiengesellschaft, Bezugsrecht der Aktionäre und sachlicher Grund,* Bielefeld, 2000, p. 8; Peifer, K.-N.: *op. cit.* (nota 3), artículo 186 AktG, marginal 16; *Lamy Sociétés Commerciales* (coord. Jacques Mestre/Dominique Velardocchio), Rueil-Malmaison, 2008, p. 1835. Véase la sentencia de 19 de noviembre de 1996, Siemens (C-42/95, Rec. p. I-6017), apartado 19, en la que el Tribunal de Justicia analiza la finalidad del principio de suscripción, consistente en evitar la disminución de la participación porcentual de los accionistas en el capital social.

9 — Véase, en este sentido, Grechenig, K.: «Discriminating Shareholders through the Exclusion of Pre-emption Rights?», *European company and financial law review,* tomo 4 (2007), nº 4, p. 577. Yanes Yanes, P., en: «Derecho de suscripción preferente», *Diccionario de Derecho de Sociedades* (coord. Carmen Alonso Ledesma), Madrid, 2006, p. 511, y Davies, P., en: *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law,* 7ª ed., Londres, 2003, pp. 631 y ss., señalan que el derecho de suscripción cumple dos funciones. Por una parte, pretende proteger al accionista de la dilución de su participación económica en la sociedad, por otra parte, este derecho pretende evitar el riesgo de que pierda su influencia sobre la vida de la sociedad. Pisani Massamormile, A., en: «Aumento del capitale sociale», *Armonie e disarmonie nel diritto comunitario delle società di capitali,* tomo 1, Milán, 2003, p. 714, diferencia entre una función administrativa (relacionada con el peso del voto de cada accionista) y otra económica (respecto del derecho de cada accionista a participar en las ganancias) del derecho de suscripción.

46. La Directiva 77/91 recoge esta consideración jurídica al garantizar que, en particular, en los procesos de constitución de una sociedad, así como de aumento o disminución de su capital, se respeten los derechos de los accionistas y de terceros. En consonancia con los objetivos que implica la invocación del artículo 44 CE, apartado 2, letra g), como base jurídica de esta Directiva, el derecho de suscripción garantiza a los accionistas un mínimo de protección en todos los Estados miembros. [10]

B. *Examen de los motivos del recurso*

1. Sobre el primer motivo

47. Por lo que respecta al reparto procesal de la carga de la prueba y de la alegación, procede señalar en primer lugar que, en el marco de un recurso por incumplimiento interpuesto con arreglo al artículo 226 CE, incumbe a la Comisión demostrar la existencia de una infracción del Derecho comunitario. Además, ésta tiene que presentar al Tribunal de Justicia los datos necesarios para que éste pueda verificar la existencia de tal incumplimiento, sin que la Comisión pueda, a este fin, basarse en presunciones. [11] A su vez, incumbe al Estado miembro demandado impugnar de forma sustancial y detallada los datos presentados y las consecuencias derivadas de los mismos. [12]

48. Mediante su primer motivo, la Comisión alega un incumplimiento de la obligación de igualdad de trato de los accionistas establecida en el artículo 42 de la Directiva 77/91, en relación con su artículo 29, apartados 1 y 4. La Comisión considera que es constitutivo de una infracción de las citadas disposiciones comunitarias el hecho de que la regulación nacional objeto del litigio, contenida en el artículo 159, apartado 1, letra c), de la LSA, permite, en caso de aumento de capital con supresión del derecho de suscripción, que se establezca un precio de emisión para las nuevas acciones muy por debajo de su valor de mercado.

49. El artículo 159, apartado 1, letra c), de la LSA exige que se cumplan determinadas condiciones para suprimir el derecho de suscripción. De conformidad con dicho artículo, el precio de las acciones pendientes de emisión tiene que corresponderse con el «valor razonable» que resulte del informe del órgano de administración indicado en el artículo 159, apartado 1, letra b), de la

10 — Sentencias de 30 de mayo de 1991, Karella (C-19/90 y C-20/90, Rec. p. I-2691), apartados 25 y 30, y de 24 de marzo de 1992, Epas (C-381/89, Rec. p. I-2111), apartados 27 y 32.

11 — Sentencias de 12 de mayo de 2005, Comisión/Bélgica (C-287/03, Rec. p. I-3761), apartado 27; de 14 de abril de 2005, Comisión/Alemania (C-341/02, Rec. p. I-2733), apartado 35; de 29 de mayo de 2001, Comisión/Italia (C-263/99, Rec. p. I-4195), apartado 27; de 8 de marzo de 2001, Comisión/Alemania (C-68/99, Rec. p. I-1865), apartado 38; de 23 de octubre de 1997, Comisión/Francia (C-159/94, Rec. p. I-5815), apartado 102, y de 25 de mayo de 1982, Comisión/Países Bajos (96/81, Rec. p. 1791), apartado 6.

12 — Sentencia de 22 de septiembre de 1988, Comisión/Grecia (272/86, Rec. p. 4875), apartado 21.

LSA. Cuando se trate de sociedades que cotizan en bolsa, tendrá que tenerse en cuenta, en principio, el valor de la cotización bursátil, salvo que pueda justificarse otro valor.

50. Sin embargo, como señala la Comisión, el artículo 159, apartado 1, letra c), párrafo segundo, de la LSA prevé una excepción notable para las sociedades que cotizan en bolsa según la cual la junta de accionistas puede acordar la emisión a cualquier precio, siempre que éste sea superior a su valor proporcional con respecto al patrimonio social. En este contexto, la Comisión añade que el valor de una acción puede ser muy inferior a su valor bursátil, un valor en el que se basa la propia LSA y que se corresponde con el valor de mercado y, por lo tanto, con el «valor razonable» de la acción. De este dato, la Comisión deduce que el legislador español ha concedido una facultad expresa a la junta de accionistas para que ésta pueda emitir nuevas acciones arbitrariamente y con supresión del derecho de suscripción preferente, por un valor inferior al de mercado y, por tanto, por debajo del valor que el legislador español estima «razonable».

51. La Comisión considera que dicha norma constituye una discriminación manifiesta de aquellos accionistas que adquirieron sus acciones por el valor de mercado frente a aquellos nuevos accionistas que adquirieron sus acciones por un precio inferior al valor de mercado. En su opinión, los primeros sufren una desventaja económica, puesto que tienen que aceptar una reducción o una dilución del valor de sus acciones debido a la «rebaja» concedida a los nuevos accionistas.

52. Sin embargo, procede oponer a la alegación de la Comisión que, por dudosa que pueda resultar a primera vista por motivos de protección de los accionistas, la norma contenida en el artículo 159, apartado 1, letra c), párrafo segundo, de la LSA, no es contraria a lo dispuesto en la Directiva 77/91. [13]

53. Como se indicó al principio, la Directiva 77/91 tiene por objeto únicamente una protección mínima de los accionistas a escala comunitaria. Dicho objetivo se desprende, por una parte, del principio normativo de su base jurídica y, por otra, del considerando segundo de dicha Directiva, según el cual «[…] para asegurar una equiva-

13 — Grechenig, K.: *Spanisches Aktien- und GmbH-Recht — Das einstufige Verwaltungssystem in Beziehung zur Hauptversammlung und zu Gesellschafterrechten,* Viena, 2005, p. 136, califica de problemática la norma contenida en el artículo 159, apartado 1, letra c), párrafo segundo, de la LSA por motivos de protección del accionista y se remite al presente procedimiento de infracción contra el Reino de España, pero no concluye que se dé un trato discriminatorio a los accionistas.

lencia mínima en la protección de los accionistas […] tiene una importancia muy especial la coordinación de las disposiciones nacionales relativas […] al aumento […] de su capital». [14]

54. Además, ha de señalarse que la Directiva 77/91 no contiene disposición alguna que obligue a emitir acciones nuevas a «precio de mercado» o incluso a un «precio razonable». Esto es tanto más relevante si se tiene en cuenta que la Directiva 77/91 contiene, por lo demás, disposiciones detalladas, por ejemplo, sobre la constitución de las sociedades anónimas.

55. La única disposición de la Directiva en la que se trata el precio de emisión de acciones y que tiene, por lo tanto, cierta relevancia para el presente litigio es el artículo 8, según el cual «las acciones no podrán emitirse por un importe inferior a su valor nominal o, a falta de valor nominal, a su valor contable». Sin embargo, como alega acertadamente el Gobierno del Reino Unido, la Directiva guarda silencio respecto del precio por el que pueden ofrecerse las nuevas acciones en caso de aumento del capital.

56. Del artículo 29, apartado 4, de la Directiva 77/91 únicamente resulta que, en su informe escrito dirigido a la junta de accionistas, el órgano de administración o de dirección tiene que indicar «las razones […] que justifique[n] el precio de emisión propuesto». Por consiguiente, el artículo 29, apartado 4, de la Directiva 77/91 deja a la junta general [15] la decisión última relativa al precio de emisión que procede fijar, y no establece otras exigencias.

57. Además, la norma del artículo 159, apartado 1, letra c), párrafo segundo, de la LSA no permite considerar que exista discriminación de accionistas. La obligación del respeto de la igualdad de trato prevista en el artículo 42 de la Directiva 77/91 se corresponde, por lo que a su contenido normativo respecta, con una prohibición de discriminación, que, según reiterada jurisprudencia del Tribunal de Justicia, exige que situaciones comparables no reciban un trato diferente y que no se

14 — Vásquez Albert, D., *op. cit.* (nota 7), p. 1714, señala que los ordenamientos jurídicos de los Estados miembros prevén generalmente normas más estrictas que el Derecho comunitario. En opinión del autor, el carácter de la Directiva 77/91, en cuanto norma de protección mínima, permite que los Estados miembros adopten regulaciones más estrictas. Natterer, J., en: «Bezugsrechtsausschluss und zweite gesellschaftsrechtliche Richtlinie», *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, 1995, p. 1483, también considera, basándose en el segundo considerando, que la Directiva 77/91 es una norma de protección mínima.

15 — Según el artículo 25, apartado 1, de la Directiva 77/91, todo aumento de capital deberá ser decidido por la junta general.

traten de manera idéntica situaciones diferentes, a no ser que este trato esté objetivamente justificado. [16]

58. La Comisión estima que el artículo 159, apartado 1, letra c), párrafo segundo, de la LSA no garantiza el trato igual de los accionistas antiguos frente a los nuevos. Dicho en otros términos, está claro que en el caso de autos considera que se tratan de manera diferente situaciones comparables. Sin embargo, ha de señalarse que sólo a primera vista basa la Comisión el primer motivo de su recurso en un supuesto trato discriminatorio, [17] mientras que el punto neurálgico de su alegación es la exposición de las consecuencias económicas negativas que una emisión por un precio inferior al valor de mercado pueden tener para los antiguos accionistas. [18] Con esta argumentación no consigue exponer de manera suficientemente motivada en qué medida los antiguos y los nuevos accionistas se encuentran en condiciones idénticas. Esto es tanto más importante cuanto que el artículo 42 de la Directiva 77/91 exige que las disposiciones normativas de los Estados miembros garanticen la igualdad de trato de los accionistas, siempre que éstos «se encuentren en condiciones idénticas». Por esta razón, la argumentación de la Comisión no contiene un examen en profundidad de la existencia del primer requisito del principio de igualdad. [19] Tanto el Gobierno español como el del Reino Unido critican este punto acertadamente.

59. Por consiguiente, la Comisión no ha aportado prueba alguna sobre la medida en que la obligación del respeto de la igualdad de trato enunciada en el artículo 42 de la Directiva 77/91 debe aplicarse al caso de autos. La mera crítica de un régimen nacional que en determinadas circunstancias puede resultar económicamente desventajoso, extremo este que la Comisión tampoco ha demostrado sobre la base de elementos concretos, no puede sustituir la obligación de exponer y demostrar la existencia de un trato desigual de situaciones comparables no justificado objetivamente. A este respecto, la Comisión ha incumplido su obligación de exponer y probar los hechos.

60. Por otra parte, cabe dudar de que la cláusula de igualdad de trato del artículo 42 de la Directiva 77/91, dado su contenido normativo relativamente indefinido, [20] sea aplicable a una situación tan específica como la fijación

16 — Sentencias de 27 de marzo de 1980, Salumi y otros (66/79, 127/79 y 128/79, Rec. p. 1237), apartado 14; de 20 de septiembre de 1988, España/Consejo (203/86, Rec. p. 4563), apartado 25; de 17 de abril de 1997, EARL de Kerlast (C-15/95, Rec. p. I-1961), apartado 35; de 13 de abril de 2000, Karlsson y otros (C-292/97, Rec. p. I-2737), apartado 39; de 6 de marzo de 2003, Niemann (C-14/01, Rec. p. I-2279), apartado 49, y de 22 de junio de 2006, Bélgica/Comisión (C-182/03, Rec. p. I-5479) apartado 170.

17 — Véase el apartado 34 de la réplica.

18 — Véanse los apartados 23 del escrito de interposición del recurso y 10 y 22 de la réplica.

19 — En opinión de Rossi, M., en Calliess/Ruffert (coords.), *Kommentar zu EUV/EGV,* 3ª ed., 2007, artículo 20 de la Carta de los derechos fundamentales, marginal 19, p. 2629, el principio general de igualdad se caracteriza por un examen de dos o tres fases. En la primera fase ha de comprobarse si existe un trato desigual de supuestos comparables (o igualdad de trato de supuestos distintos). A continuación, en la segunda fase, ha de analizarse si dicho trato desigual (o igualdad de trato) puede estar justificado. En su caso se procederá a un examen de la proporcionalidad.

20 — Grechenig, K., *op. cit.* (nota 9), p. 581, se queja de la vaguedad del enunciado normativo de la cláusula de igualdad de trato en el artículo 42 de la Directiva 77/91. Hefermehl, W./ Bungeroth, E., en: *Aktiengesetz,* tomo 1, Múnich, 1984, artículo 53 a, marginal 13, p. 14, critican la falta de claridad de dicha regulación. Grundmann, S., en: *Europäisches Gesellschaftsrecht,* Heidelberg, 2004, marginal 325, p. 146, expone respecto de la dogmática de la referida cláusula, que si bien es cierto que la obligación de igualdad de trato es aplicable sobre todo a las cuestiones de capital, está formulada de manera general. Por lo tanto, es necesario concretizarla mediante normas particulares.

del precio de emisión de nuevas acciones en caso de aumento de capital.

61. Además, el principio de igualdad de trato de los accionistas, reconocido en los ordenamientos jurídicos de varios Estados miembros de la Comunidad, no se entiende, según la opinión mayoritaria, en el sentido de una obligación de la sociedad de tratar de manera idéntica a los accionistas, sino más bien en el sentido de que un trato desigual requiere una justificación suficiente de carácter objetivo. [21] Sin embargo, la intención de la Comisión de no permitir una fijación del precio de emisión para las nuevas acciones que esté por debajo del precio de adquisición abonado por los antiguos accionistas, conduce en definitiva a una aplicación estricta de la obligación de respetar la igualdad de trato que, como ya se ha visto, ni viene exigida por la Directiva, dada la falta de disposiciones normativas unívocas, ni se corresponde con la realidad societaria, sobre todo cuando, debido a la evolución cambiante del mercado de valores, siempre variará el valor, y por lo tanto el precio, de las acciones de una sociedad que cotiza en bolsa.

62. Como exponen acertadamente los Gobiernos de España y del Reino Unido, esta circunstancia tiene como consecuencia que cada accionista habrá adquirido sus acciones por un precio diferente, dependiendo del momento de adquisición y de la correspondiente cotización en bolsa. Por consiguiente, siempre existirán accionistas que hayan adquirido sus acciones por un precio inferior o también por uno superior al precio de emisión. Por esta razón no cabe sostener que todos los accionistas se encuentran en la misma situación. Además, ha de tenerse en cuenta el hecho de que el precio de las acciones depende de muchos factores económicos, por ejemplo, de la evolución económica de una determinada sociedad, pero también del estado de la economía mundial. Por otro lado, también tiene influencia decisiva la evolución del mercado, esto es, la oferta y la demanda. Por lo tanto, las diferencias entre los accionistas antiguos y los nuevos que pueden apreciarse en lo relativo al precio de adquisición no se deben a un trato desigual atribuible a la sociedad, [22] sino que son la consecuencia de una evolución típica de los mercados financieros.

21 — De este modo, Hefermehl, W./Bungeroth, E., se remiten en *op. cit.* (nota 20), artículo 53 a, marginales 13 y 14, p. 14, respecto del tenor del artículo 53 a de la *Aktiengesetz* («en idénticas circunstancias»), por el que se adapta el ordenamiento jurídico alemán al artículo 42 de la Directiva 77/91, a que dicha disposición deja margen para distinciones que estén justificadas. Así se evita una rigidez del principio de igualdad de trato ajena a la realidad. Por esta razón, los autores interpretan la citada regulación en el sentido de prohibición de la arbitrariedad. De manera similar, Grundmann, S., *op. cit.* (nota 20), marginal 325, p. 146; Bujalka, E., en: *Der Schutz von Minderheitsaktionären bei Umstrukturierungen im deutschen und slowakischen Aktienrecht,* Fráncfort del Meno, 2006, p. 56, y Castellano Ramírez, M.J., en: «Aumento del capitale sociale», *Armonie e disarmonie nel diritto comunitario delle società di capitali,* tomo 1, Milán, 2003, p. 837. Como explica Vásquez Albert, D., en: *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas* (coords. Ignacio Arroyo y José Miguel Embid), tomo II, artículo 159, pp. 1671 y ss., el principio de igualdad de trato no viene recogido expresamente en la Ley de Sociedades Anónimas española, sino que ha sido desarrollado sobre todo por la doctrina partiendo del criterio jurídico del artículo 42 de la Directiva 77/91. En opinión del autor, el principio de igualdad de trato no exige que se trate de manera idéntica a todos los accionistas. Meramente prohíbe tratos desiguales, arbitrarios o discriminatorios, y no los tratos desiguales que estén justificados. El autor considera que se infringiría el principio de igualdad de trato, por ejemplo en casos de aumentos de capital, si una parte de las nuevas acciones se adjudicara únicamente a parte de los accionistas excluyendo a los demás accionistas y acciones.

22 — Sin embargo, ésta sería una condición para que fuese aplicable el principio de igualdad de trato del Derecho de sociedades anónimas, pues, en principio, éste únicamente es aplicable a las relaciones sociales entre la sociedad anónima y sus accionistas (véase Hefermehl, W./Bungeroth, E.: *op. cit.* (nota 20), artículo 53 a, marginal 19, p. 16).

63. Por lo que respecta a la posibilidad censurada por la Comisión de fijar un precio de emisión para las nuevas acciones que esté por debajo del valor de mercado, procede señalar en primer lugar que su argumentación adolece del defecto de ser unilateral, pues todo apunta a que la Comisión considera que la única posibilidad imaginable de trato desigual entre accionistas antiguos y nuevos se materializa cuando el precio por el que los accionistas antiguos adquirieron sus acciones se correspondía exactamente con el valor de mercado mientras que sólo los nuevos accionistas se benefician de un descuento. Por el contrario, la Comisión no se manifiesta sobre la eventual aplicación del principio de igualdad de trato a las variantes, igualmente posibles, de que terceros adquieran las nuevas acciones por un precio que pueda ser incluso superior al valor de mercado o de que los propios accionistas antiguos hayan adquirido sus acciones por un precio inferior al valor de mercado.

64. Además, ha de tenerse en cuenta que, en su caso, la fijación del precio de emisión de nuevas acciones por debajo del precio de mercado es legal de conformidad no sólo con la Ley española objeto del litigio sino también en virtud de las disposiciones vigentes de otros Estados miembros, hecho que la Comisión reconoce expresamente en su réplica. [23] Así es, por ejemplo, en los ordenamientos jurídicos de Alemania, [24] Francia, [25] Italia, [26] Eslovenia [27] y el Reino Unido. [28]

65. Ha de prestarse atención, además, a la alegación hecha tanto por el Gobierno español, como por el Gobierno polaco, de que la Directiva 77/91 y la LSA prevén

23 — Véase el apartado 16 de la réplica.

24 — Según el artículo 186, apartado 3, cuarta frase del *Aktiengesetz*, el precio de emisión no puede ser «considerablemente inferior» al precio de cotización. El artículo 255, apartado 1, del *Aktiengesetz* permite que se impugne el aumento de capital por aportaciones. De conformidad con dicha disposición, la impugnación también puede basarse, cuando se haya suprimido el derecho de suscripción de los accionistas en todo o en parte, en que el precio de emisión resultante del acuerdo de aumento del capital o el precio mínimo por debajo del cual no deban emitirse las acciones, es «irrazonablemente bajo». De esto cabe deducir que, según el Derecho alemán, es posible un descuento dentro de unos límites estrictos (en este sentido, Schlitt, M./Seiler, O.: «Aktuelle Rechtsfragen bei Bezugsrechtsemissionen», *Wettbewerb in Recht und Praxis* [2003], cuaderno 45, p. 2176).

25 — El artículo 7 del Decreto nº 2005-112, de 10 de febrero de 2005, modificador del artículo 155-5 del Decreto nº 67-236, de 23 de marzo de 1967, sobre las sociedades mercantiles y los títulos valor emitidos por las sociedades mercantiles *(Décret nº 2005-112 du 10 février 2005 modifiant le décret nº 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* nº 36, de 12 de febrero de 2005, p. 2404, texto nº 30) dispone que el precio de emisión tiene que corresponderse como mínimo con el valor medio de la cotización de las últimas tres sesiones bursátiles anteriores a su fijación y, en su caso, «teniendo en cuenta un descuento de un máximo del 5 %».

26 — El artículo 2441, apartado 6, del Código Civil italiano *(Codice Civile)* dispone que el precio de emisión ha de tener en cuenta la cotización en bolsa de los últimos seis meses.

27 — De conformidad con el artículo 400, apartado 2, de la Ley eslovena de sociedades mercantiles *(Zakon o gospodarskih družbah)*, la impugnación también puede basarse en que el precio de emisión resultante de la decisión de aumento o el precio mínimo por debajo del que no deben emitirse las acciones es «irrazonablemente bajo» [véase Kocbek, M., *Veliki komentar Zakona o gospodarskih družbah / ZGD-1* (coord. Marijan Kocbek), tomo 2, Liubliana 2007, artículo 400, pp. 738 y ss.].

28 — Según las «guidelines» del llamado «Pre-emption Group», del que forman parte la London Stock Exchange y varias sociedades que cotizan en bolsa y entidades de crédito, en general son admisibles los descuentos del 5 % del valor de mercado. No obstante, no se excluyen los descuentos de mayor alcance (véase Myners, P.: *Pre-emption rights on a public company's ability to raise new capital*, de 8 de febrero de 2005, p. 47, disponible en: http://www.berr.gov.uk/files/file28436.pdf). Si bien las «guidelines» no son vinculantes legalmente, suelen observarse (véase, a este respecto, Gower and Davies, *The Principles of Modern Company Law*, 7 ed., Londres, 2003, p. 637).

garantías para evitar que se fije un precio de emisión muy inferior al valor de mercado. Como ya se indicó anteriormente, la Directiva 77/91 deja esta decisión a la junta general. [29] De conformidad con el artículo 29, apartado 4, de la Directiva 77/91, el órgano de dirección o de administración deberá presentar a estos efectos a la junta general un informe escrito que indique las razones por las que se limita o suprime el derecho preferente y que justifique el precio de emisión propuesto. Y el artículo 159 de la LSA va claramente más allá de lo requerido por estas disposiciones comunitarias al exigir, además, el informe escrito de un auditor de cuentas nombrado a estos efectos por el Registro mercantil que tiene que contener la siguiente información: 1) una valoración razonable del precio de las acciones, 2) una evaluación del valor de los derechos de suscripción preferente cuyo ejercicio se propone suprimir y 3) una verificación de la razonabilidad de los datos contenidos en el informe de los administradores.

66. Contrariamente a las alegaciones de la Comisión, la decisión sobre la supresión del derecho de suscripción y el tipo de emisión no quedan a la entera discreción de la junta general. Al igual que la obligación de informar con arreglo al artículo 29, apartado 4, de la Directiva 77/91, las obligaciones complementarias de información introducidas por el Derecho nacional tienen por objeto garantizar, en interés de los accionistas y acreedores, que la decisión tenga una justificación objetiva. [30] Por lo tanto, con independencia de la cuestión de si los informes son jurídicamente vinculantes o no, la junta de accionistas tiene que adoptar dicha decisión necesariamente en el interés propio de los accionistas y sobre la base de los informes que se le presenten. Por consiguiente, los requisitos estrictos para la emisión de nuevas acciones [31] previstos en el artículo 159 de la LSA tienen por objeto proteger a los accionistas, por lo que no pueden tacharse de meras disposiciones de tramitación. [32] Antes bien, tienen que considerarse garantías adicionales para evitar la fijación de un precio de emisión irrazonablemente bajo.

29 — Véase el punto 56 de las presentes conclusiones.

30 — En este sentido también Bagel, F., en: *Der Ausschluss des Bezugsrechts in Europa,* Colonia 1999, p. 352, según el cual el artículo 29, apartado 4, de la Directiva 77/91 exige, mediante la introducción de la obligación de información, que se justifique la decisión de la junta general.

31 — En mi opinión, dichas disposiciones son compatibles con el Derecho comunitario, habida cuenta de que establecen condiciones más estrictas para la protección del derecho de suscripción de los accionistas. Según jurisprudencia del Tribunal de Justicia, esto es un requisito previo que establece la Directiva 77/91 para la adopción de normas más estrictas por parte de los Estados miembros. Así resulta de la sentencia Siemens (citada en la nota 8), apartado 22. Objeto del litigio fue una petición de decisión prejudicial del Bundesgerichtshof alemán con la que el citado tribunal solicitó al Tribunal de Justicia que respondiera a la cuestión de si su jurisprudencia anterior relativa a la supresión del derecho de suscripción era compatible con el Derecho comunitario. Desde 1978, es decir, desde la entrada en vigor de la Directiva 77/91, el Bundesgerichtshof había exigido una ponderación de las pretensiones de la mayoría y de la minoría y estableció la exigencia de que la supresión del derecho de suscripción fuera necesaria y proporcionada. El Tribunal de Justicia respondió afirmativamente a dicha cuestión remitiéndose a la compatibilidad con la finalidad protectora de la Directiva.

32 — En este sentido también Grechenig, K., *op. cit.* (nota 13), pp. 135 a 137, que incluye dentro de la protección de los accionistas lo que el artículo 159 de la LSA exige en relación con la supresión del derecho de suscripción, con las obligaciones de información que la sociedad tiene para con la junta general y con la fijación del precio de emisión. Bagel, F., *op. cit.* (nota 29), p. 353, señala que los Estados miembros han establecido requisitos formales y materiales complementarios a los previstos en el artículo 29, apartado 4, de la Directiva 77/91 para poder suprimir el derecho de suscripción preferente. No obstante, en su opinión, las exigencias incrementadas impuestas a la obligación de información y los informes adicionales no infringen la Directiva sino que contribuyen a alcanzar una protección reforzada de los accionistas y también de los acreedores. Esta interpretación se corresponde también con la opinión de Henze, H., en: «Das Richtlinienrecht und der Schutz der Minderheitsgesellschafter und Gläubiger im deutschen Aktienrecht — verdeckte Sacheinlage, Bezugsrecht und Verschmelzungsbericht», *Systembildung und Systemlücken in Kerngebieten des europäischen Privatrechts,* 2000, p. 249, según el cual el contenido del artículo 29, apartado 4, de la Directiva 77/91 no se agota con la regulación de aspectos formales, sino que, con la obligación de que la dirección presente a la junta general un informe sobre las razones por las que se suprime el derecho de suscripción en el caso de aumento de capital por aportaciones dinerarias y de que explique el precio de emisión propuesto, también tiene en cuenta circunstancias materiales que sirven al propósito de protección de los accionistas minoritarios.

67. Teniendo en cuenta el conjunto de estas consideraciones, no cabe afirmar que el artículo 159 de la LSA sea contrario al artículo 42, en relación con el artículo 29, apartados 1 y 4, de la Directiva 77/91.

68. En consecuencia, el primer motivo debe desestimarse por infundado.

2. Sobre el segundo motivo

69. Mediante su segundo motivo la Comisión alega una infracción del artículo 29, apartado 1, de la Directiva 77/91 debido a que el artículo 158, apartado 1, de la LSA concede el derecho de suscripción preferente de acciones en caso de un aumento de capital por aportaciones dinerarias no sólo a los accionistas sino también a los titulares de obligaciones convertibles.

70. Tiene razón la Comisión cuando dice que, en la medida en que, al contrario que el artículo 29, apartado 1, de la Directiva 77/91, que únicamente tiene en cuenta a los accionistas, [33] el artículo 158, apartado 1, de la LSA concede también a los titulares de obligaciones convertibles un derecho de suscripción preferente, contradice, al menos en su tenor literal, la disposición de la Directiva, [34] lo que constituye un indicio de infracción del Derecho comunitario.

71. El Gobierno español admite la existencia de dicha contradicción en el tenor literal, [35] pero le opone el hecho de que el artículo 29, apartado 1, de la Directiva 77/91 habla de ofrecer las nuevas acciones a los accionistas «con preferencia», no «en exclusiva». Además, el Gobierno español rechaza una interpretación literal y prefiere, por el contrario, una interpretación, orientada en los objetivos de la Directiva 77/91 y en los intereses de la sociedad, que incluye a los titulares de obligaciones convertibles en el ámbito de los titulares del derecho de suscripción preferente contemplado en el artículo 29, apartado 1, de la Directiva 77/91.

33 — En términos de Derecho comparado ha de señalarse que el ordenamiento jurídico alemán se adaptó al artículo 29, apartado 1, de la Directiva 77/91 mediante los artículos 186 y 221, apartado 4, del *Aktiengesetz* de 6 de septiembre de 1965 (BGBl. I p. 1089, modificado en último lugar por el artículo 11 de la Ley de 16 de julio de 2007 [BGBl. I p. 1330]) y el ordenamiento jurídico austriaco mediante los artículos 153 y 174 del *Bundesgesetz über Aktiengesellschaften* (Ley federal de 31 de marzo de 1965 de sociedades anónimas) (BGBl. nº 98/1965, modificada en último lugar por BGBl. I nº 42/2001). Según dichas normas, únicamente los accionistas disponen de un derecho de suscripción de nuevas acciones y obligaciones convertibles.

34 — Vásquez Albert, D., *op. cit.* (nota 7), p. 1698; Pisani Massamormile, A., *op. cit.* (nota 9), p. 714, y Castellano Ramírez, M.J., *op. cit.* (nota 21), pp. 825, 829, señalan acertadamente que el artículo 29, apartado 1, de la Directiva 77/91, a diferencia del artículo 158, apartado 1, de la LSA, no concede derecho de suscripción preferente alguno a los titulares de obligaciones convertibles. Castellano Ramírez expone que la extensión de dicho derecho a los titulares de obligaciones convertibles fue una decisión autónoma del legislador español que no se adoptó con vistas a adaptar el ordenamiento jurídico interno a la Directiva 77/91.

35 — Véase el apartado 39 de la contestación a la demanda.

72. En mi opinión, una interpretación como la propuesta por el Gobierno español no sólo es contraria al tenor inequívoco del artículo 29, apartado 1, de la Directiva 77/91, sino que tampoco puede basarse en una interpretación sistemática o teleológica de dicha disposición.

73. En el artículo 29, apartado 1, de la Directiva 77/91 se establece claramente que en todo aumento del capital suscrito por aportaciones dinerarias, las acciones deberán ofrecerse con preferencia a los accionistas «en proporción a la parte del capital representado por sus acciones». Sin embargo, como alega acertadamente la Comisión, las obligaciones convertibles no forman parte del capital suscrito de la sociedad. De este dato ya se deriva la imposibilidad de efectuar una entrega proporcional de acciones a los titulares de obligaciones convertibles.

74. Contrariamente a lo que considera el Gobierno español, tampoco cabe entender el concepto de «accionista» del artículo 29, apartado 1, de la Directiva 77/91 en el sentido de que incluye también a los titulares de obligaciones convertibles. Antes bien, una comparación del artículo 29, apartado 1, con el artículo 29, apartado 6, de la Directiva 77/91 da a entender que, cuando el legislador comunitario reguló el derecho de suscripción de los accionistas, conocía perfectamente la existencia de obligaciones convertibles y otros títulos valor similares, sobre todo porque en el artículo 29, apartado 6, de la Directiva 77/91 se habla de «títulos convertibles en acciones». Dicha disposición sería superflua si hubiera de considerarse que los titulares de obligaciones convertibles son accionistas.

75. Como observa acertadamente el Gobierno español, el artículo 29, apartado 1, de la Directiva 77/91 no habla de una oferta «exclusiva» de acciones nuevas a los accionistas. Tampoco es éste el sentido y finalidad del derecho de suscripción de los accionistas, objeto del presente asunto. Por lo tanto, las alegaciones del Gobierno español son inoperantes. Antes bien, se trata de colocar a los accionistas, por imperativo legal, [36] en una posición jurídica que les permita, en caso de aumento de capital, adquirir con carácter preferente las acciones de nueva emisión. La Directiva impone al legislador español la obligación de crear, por la vía de la adaptación de la normativa interna, las condiciones legales para hacer efectiva dicha posición preferencial. Esta obligación se corresponde con su obligación de garantizar el efecto útil de las directivas teniendo en cuenta el objetivo que con ellas se persigue. [37] Sin embargo, no existen tales condiciones legales cuando los titulares de obligaciones convertibles pueden disputar a los accionistas el derecho de suscripción preferente sin que prevalezca en ese caso el derecho de los accionistas expresamente protegido por la Directiva. [38]

36 — Sin embargo, en opinión de Natterer, J., *op. cit.* (nota 8), p. 68, el derecho de suscripción no requiere ser ordenado por ley. Antes bien, el derecho de suscripción es, desde el punto de vista jurídico teórico, el derecho natural de todo socio de una persona jurídica que exista sobre la base de un capital.

37 — Según jurisprudencia reiterada, la adaptación del Derecho interno a una directiva debe garantizar efectivamente la plena aplicación de ésta (véanse en este sentido, entre otras, las sentencias de 9 de septiembre de 1999, Comisión/Alemania, C-217/97, Rec. p. I-5087, apartado 31; de 16 de noviembre de 2000, Comisión/Grecia, C-214/98, Rec. p. I-9601, apartado 49, y de 11 de julio de 2002, Marks & Spencer, C-62/00, Rec. p. I-6325, apartado 26).

38 — Véanse, a título comparativo, las situaciones jurídicas en Alemania y Austria. Aunque de conformidad con el artículo 187 de la Ley de sociedades anónimas alemana y del artículo 154 de la correspondiente ley austriaca, la garantía a los titulares de obligaciones convertibles de un derecho de suscripción de acciones nuevas únicamente puede hacerse con la reserva del derecho de suscripción de los accionistas. Esta norma contribuye a que no se menoscabe el derecho de suscripción de los accionistas.

76. El artículo 158, apartado 1, de la LSA es contrario a la finalidad del artículo 29, apartado 1, de la Directiva 77/91 de garantizar el derecho de suscripción preferente del accionista. Como se indicó al principio, la finalidad de dicho derecho es proteger al accionista de una dilución de su participación en el capital de la sociedad anónima. [39] Sin embargo, dicho objetivo se ve frustrado si los titulares de obligaciones convertibles también disponen de un derecho de suscripción preferente por lo que compiten con los accionistas en la adquisición de nuevas acciones emitidas en el marco de un aumento del capital social. [40]

77. El ejercicio de dicho derecho les permite adquirir una participación en el capital social sin verse obligados a convertir previamente sus obligaciones en acciones. Como consecuencia de ello, los accionistas corren el riesgo de ver diluida su participación en beneficio de los titulares de obligaciones convertibles, pese a que los últimos no cumplan, en determinadas circunstancias, las condiciones para la conversión de sus obligaciones establecidas por la junta de accionistas. El riesgo de que se reduzca la participación y, por consiguiente, empeore la posición de los accionistas es tanto mayor cuando los titulares de obligaciones convertibles reúnen los requisitos para la conversión en acciones, habida cuenta de que, en ese caso, disponen de dos vías diferentes para adquirir acciones de la sociedad. La consecuencia sería una ventaja indebida para los titulares de obligaciones convertibles en perjuicio de los accionistas. [41]

78. De las consideraciones que preceden resulta que el artículo 158, apartado 1, de la LSA es contrario tanto al tenor del artículo 29, apartado 1, de la Directiva 77/91, como a su sentido y finalidad, al conceder no sólo a los accionistas sino también a los titulares de obligaciones convertibles el derecho de suscripción de acciones en caso de aumento del capital suscrito por aportaciones dinerarias.

79. Por consiguiente, el segundo motivo está fundado.

3. Sobre el tercer motivo

80. Mediante su tercer motivo la Comisión alega una infracción del artículo 29, apartado 6, en relación con el artículo 29, apartado 1, de la Directiva 77/91, habida cuenta de que el artículo 293, apartado 2, de la LSA concede no

39 — Véase el punto 45 de las presentes conclusiones.

40 — Según Grechenig, K., *op. cit.* (nota 9), nº 4, p. 583, el derecho de suscripción preferente de los accionistas queda manifiestamente limitado si otros inversores disponen de derechos equivalentes. Castellano Ramírez, M.J., *op. cit.* (nota 21), p. 829, nota 135, considera que puede existir, en su caso, una desventaja para los accionistas si, debido a la competencia con los titulares de obligaciones convertibles, quedan reducidas sus posibilidades de adquirir nuevas acciones. Se remite a la crítica que en la doctrina española se hace de dicha regulación.

41 — Alonso Espinosa, F.J., en: *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas* (coords. Ignacio Arroyo y José Miguel Embid), tomo III, artículos 292, 293 y 294, p. 2815, también señala la existencia de un riesgo de atribuir ventajas indebidas a titulares de obligaciones convertibles en perjuicio de los accionistas.

sólo a los accionistas sino también a los titulares de obligaciones convertibles pertenecientes a anteriores emisiones el derecho de suscripción preferente de obligaciones convertibles.

81. Como ya he señalado, el artículo 29, apartado 1, de la Directiva 77/91 únicamente concede un derecho de suscripción preferente de acciones a los accionistas. Del artículo 29, apartado 6, de la misma Directiva se desprende además que los apartados 1 a 5 son aplicables a la emisión de todos los títulos convertibles en acciones. Dicha remisión al artículo 29, apartado 1, debe entenderse en el sentido de que la Directiva 77/91 únicamente concede el derecho de adquisición preferente de obligaciones convertibles a los accionistas. [42]

82. Por el contrario, el artículo 293, apartado 2, de la LSA establece que los titulares de obligaciones convertibles pertenecientes a anteriores emisiones disponen del mismo derecho. Por consiguiente, en este punto también ha de señalarse que la norma nacional excede de lo exigido por la Directiva 77/91. Dicha extralimitación del marco reglamentario comunitario constituye, en cualquier caso, una infracción de la Directiva 77/91 en perjuicio de los accionistas.

83. Por lo tanto, al igual que en la situación descrita en el marco del segundo motivo, en lo relativo a la adquisición de obligaciones convertibles también existe una relación de competencia entre los accionistas y los titulares de obligaciones convertibles pertenecientes a anteriores emisiones. Por consiguiente, mis consideraciones relativas al segundo motivo son aquí aplicables *mutatis mutandis*.

84. En consecuencia, el tercer motivo está fundado.

4. Sobre el cuarto motivo

85. Mediante su cuarto motivo la Comisión alega una infracción del artículo 29, apartado 6, en relación con el artículo 29, apartado 4, de la Directiva 77/91, habida cuenta de que la LSA no prevé que la junta de accionistas pueda excluir el derecho de suscripción preferente de obligaciones convertibles.

86. El artículo 29, apartado 4, de la Directiva 77/91 dispone que, en determinadas circunstancias, la junta general podrá adoptar la decisión de suprimir el derecho de suscripción preferente de los accionistas. De conformidad con el artículo 29, apartado 6, de la Directiva 77/91, dicha disposición también es aplicable al derecho de suscripción de los accionistas respecto de la emisión de valores convertibles en acciones.

42 — Véase en este sentido, entre otros, Vásquez Albert, D., *op. cit.* (nota. 7), p. 1698.

87. Por lo que respecta a la adaptación de la normativa española a las disposiciones comunitarias antes indicadas, ha de señalarse que el artículo 159 de la LSA prevé expresamente el derecho de la junta general de acordar la supresión del derecho de suscripción. Por el contrario, el artículo 293 de la LSA, que concede a los accionistas de la sociedad el derecho de suscripción preferente de obligaciones convertibles, no concede a la junta general el mismo derecho de suprimir el derecho de suscripción respecto de dichos títulos. Mientras que las disposiciones del artículo 158 de dicha Ley son, según el artículo 293, apartado 3, de la LSA, aplicables al derecho de suscripción preferente de obligaciones convertibles, esta remisión no se extiende al artículo 159 de la LSA. En este contexto, estoy de acuerdo con la Comisión cuando dice que la LSA española, en cuanto acto de adaptación del Derecho nacional, difiere, al menos en cuanto a su tenor, de lo dispuesto en la Directiva.

88. Tampoco pueden desvirtuar esta conclusión las alegaciones del Gobierno español de que ha de hacerse una interpretación sistemática de las disposiciones de la LSA para concluir que la normativa española sobre acciones prevé la supresión del derecho de suscripción preferente de obligaciones convertibles. En particular, el Gobierno español no ha explicado por qué el artículo 293, apartado 3, de la LSA no se remite directamente a la disposición central del artículo 159 de la LSA sobre la supresión del derecho de suscripción, lo que podría haber abogado por la interpretación que defiende.

89. Soy consciente de que, al examinar la cuestión de si una disposición de la normativa nacional es contraria al Derecho comunitario, no ha de tenerse en cuenta únicamente el tenor de dicha disposición sino también la interpretación que de ella hacen los órganos jurisdiccionales nacionales. [43] Habida cuenta de que la jurisprudencia refleja la interpretación de la ley vinculante para todos los justiciables, constituye en los Estados miembros un parámetro imprescindible para la evaluación de si la adaptación de la normativa interna al Derecho comunitario y su interpretación son conformes con este último. Sin embargo, el Gobierno español no ha alegado datos que hubieran podido indicar que la interpretación que el Tribunal Supremo hace de la LSA es conforme con el Derecho comunitario y aún menos datos relativos a la opinión predominante en la doctrina. [44] Por el contrario, se ha remitido a su propia interpretación de la Ley sin eliminar por completo las dudas restantes respecto de si la adap-

43 — Lenaerts, K./Arts, D./Maselis, I., en: *Procedural Law of the European Union,* 2ª ed., Londres, 2006, marginales 5-056, p. 162, señalan que el alcance de leyes, reglamentos o disposiciones administrativas nacionales tiene que apreciarse a la luz de la interpretación que de ellas hacen los órganos jurisdiccionales nacionales. La cuestión de si el Derecho nacional se interpretaba de conformidad con el Derecho comunitario, como ya se indicó en la nota 31 de las presentes conclusiones, ya fue objeto de una petición de decisión prejudicial del Bundesgerichtshof alemán en el asunto Siemens, citado en la nota 8.

44 — Es cierto que algunos autores españoles parecen haber defendido el punto de vista de que no podía suprimirse el derecho de suscripción preferente de obligaciones convertibles debido a que el artículo 293, apartado 3, de la LSA no se remitía a su artículo 159 (en este sentido, entre otros, Vicent Chulia, F.: *Compendio crítico de derecho mercantil,* 3ª ed., Barcelona, 1991, p. 800). En la actualidad, la mayoría de la doctrina española parece pronunciarse en favor de una interpretación sistemática y teleológica de dichas normas o, al menos, de una aplicación analógica del artículo 159 de la LSA al derecho de suscripción de los titulares de obligaciones convertibles [véase Alonso Espinosa, F.J.: *op. cit.* (nota 40), artículo 293, pp. 2818 y ss.; Grechenig, K.: *op. cit.* (nota 9), nº 4, p. 584]. No obstante, como es sabido, la aplicación por analogía exige que exista una laguna normativa inintencionada. En su recurso, la Comisión alega precisamente la existencia de una laguna normativa.

tación a la Directiva es acertada. Por lo tanto, de conformidad con las normas procesales sobre la carga de la prueba y de la alegación, su argumentación no está suficientemente articulada.

90. Al margen de esto, comparto la consideración de la Comisión de que en las regulaciones nacionales arriba indicadas se echa en falta un mínimo de precisión y claridad, por lo que no cumplen las exigencias de seguridad jurídica y claridad.

91. Es cierto que la adaptación del Derecho interno a una directiva no exige necesariamente una reproducción formal y textual de sus disposiciones en una disposición legal específica. [45] Sin embargo, según jurisprudencia reiterada, la necesidad de garantizar la plena aplicación del Derecho comunitario no sólo obliga a los Estados miembros a modificar sus legislaciones de manera que sean conformes con el Derecho comunitario, sino que también exige que lo hagan mediante la adopción de disposiciones jurídicas que puedan crear una situación suficientemente precisa, clara y transparente para permitir a los particulares conocer todos sus derechos e invocarlos ante los órganos jurisdiccionales nacionales. [46] Debido a que del artículo 293, apartado 3, de la LSA no cabe deducir sin margen de duda que la junta general pueda decidir la supresión del derecho de suscripción preferente de obligaciones convertibles, el legislador español no ha adaptado debidamente su ordenamiento jurídico interno al artículo 29, apartado 6, en relación con el artículo 29, apartado 4, de la Directiva 77/91.

92. En consecuencia, este motivo también está fundado.

VII. Costas

93. A tenor del artículo 69, apartado 2, del Reglamento de Procedimiento, la parte que pierda el proceso será condenada en costas. Por haber sido desestimadas en lo esencial las pretensiones del Reino de España, procede condenarlo en costas.

45 — Sentencias de 15 de marzo de 1990, Comisión/Países Bajos (C-339/87, Rec. p. I-851), apartado 25; de 28 de febrero de 1991, Comisión/Alemania (C-131/88, Rec. p. I-825), apartado 8, y de 30 de mayo de 1991, Comisión/Alemania (C-59/89, Rec. p. I-2607), apartado 18.

46 — Véanse en este sentido, en relación con las directivas, las sentencias de 28 de febrero de 1991, Comisión/Italia (C-360/87, Rec. p. I-791), apartado 12, y de 15 de junio de 1995, Comisión/Luxemburgo (C-220/94, Rec. p. I-1589), apartado 10. Véanse, además, las sentencias de 18 de enero de 2001, Comisión/Italia (C-162/99, Rec. p. I-541), apartados 22 a 25, y de 6 de marzo de 2003, Comisión/Luxemburgo (C-478/01, Rec. p. I-2351), apartado 20.

VIII. Conclusión

94. Habida cuenta de las consideraciones que preceden, propongo al Tribunal de Justicia que:

— Declare que el Reino de España ha incumplido las obligaciones que le incumben en virtud de la Directiva 77/91 al no haber adaptado debidamente su ordenamiento jurídico interno a dicha Directiva y, en particular, las obligaciones que le incumben en virtud de

a) su artículo 29, apartado 1, al conceder no sólo a los accionistas sino también a los titulares de obligaciones convertibles el derecho de suscripción preferente de acciones en caso de ampliación del capital suscrito mediante aportaciones dinerarias;

b) su artículo 29, apartado 6, en relación con el artículo 29, apartado 1, al conceder no sólo a los accionistas sino también a los titulares de obligaciones convertibles pertenecientes a anteriores emisiones el derecho de suscripción preferente de obligaciones convertibles;

c) su artículo 29, apartado 6, en relación con el artículo 29, apartado 4, al no prever que la junta de accionistas pueda decidir la supresión del derecho de suscripción preferente de obligaciones convertibles en acciones.

— Desestime el recurso por infundado en todo lo demás.

— Condene en costas al Reino de España.