CONCLUSÕES DA ADVOGADA-GERAL
VERICA TRSTENJAK
apresentadas em 4 de Setembro de 2008 [1]

I — Introdução

1. O presente processo tem origem numa acção por incumprimento que a Comissão intentou ao abrigo do artigo 226.º CE e na qual pede ao Tribunal de Justiça das Comunidades Europeias que declare que o Reino de Espanha, não tendo transposto correctamente os artigos 29.º e 42.º da Directiva 77/91/CEE do Conselho, de 13 de Dezembro de 1976 [2] (a seguir «Directiva 77/91»), para o seu ordenamento jurídico nacional, não cumpriu as obrigações que lhe incumbem por força da referida directiva.

2. A acção tem por objecto diferentes aspectos do direito de preferência dos accionistas no contexto de aumentos de capital de sociedades por entradas em dinheiro e, principalmente, as condições legais da exclusão do direito de preferência, a compatibilidade com o direito comunitário de uma regulamentação nacional que confere esse direito igualmente a titulares de obrigações convertíveis em acções [3], bem como as condições previstas pelo direito comunitário que têm de ser respeitadas na fixação do preço de emissão das novas acções.

II — Quadro jurídico

A — *Direito comunitário*

3. A base jurídica da Directiva 77/91 é o artigo 44.º, n.º 2, alínea g), CE, segundo o qual

1 — Língua original: alemão.

2 — Segunda Directiva 77/91/CEE do Conselho, de 13 de Dezembro de 1976, tendente a coordenar as garantias que, para protecção dos interesses dos sócios e de terceiros, são exigidas nos Estados-Membros às sociedades, na acepção do segundo parágrafo do artigo 58.º do Tratado, no que respeita à constituição da sociedade anónima, bem como à conservação e às modificações do seu capital social, a fim de tornar equivalentes essas garantias em toda a Comunidade (JO L 26, p. 1 — EE 17 F1 p. 44).

3 — Obrigações convertíveis são obrigações que conferem ao credor, além do direito ao reembolso, a faculdade, como direito especial de gozo, de converter o título de crédito em acções ou de receber novas acções (v. Nagele, *Kommentar zum Aktiengesetz* [ed. por Peter Jabornegg/Rudolf Strasser], 4.ª edição, Viena 2002, III. Parte [§§ 145-273 AktG], n.º 5, p. 5; Peifer, K.-N., *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, 2.ª edição, 2005, § 186 AktG, n.º 33; Hüffer, U., *Aktiengesetz*, 8.ª edição, Tomo 53, § 160 AktG, n.º 12; Holland, B., «Die Bedienung von Wandelanleihen aus genehmigtem Kapital», *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht*, 2006, Caderno 23, p. 892; Kocbek, M., *Veliki komentar Zakona o gospodarskih družbah / ZGD-1* [publicado por Marijan Kocbek], 2.º Tomo, Ljubljana 2007, artigo 371.º, p. 664 e segs.). Do ponto de vista financeiro, no caso das obrigações convertíveis, trata-se de títulos híbridos, dado que na sua qualidade de obrigações garantem um rendimento fixo e, em caso de conversão, um rendimento variável (v. Tapia Hermida, A. J., «Obligaciones convertibles», *Diccionario de Derecho de Sociedades* [ed. por Carmen Alonso Ledesma], Madrid 2006, p. 820 e seguintes).

o Conselho e a Comissão coordenam as garantias que, para protecção dos interesses dos sócios e de terceiros, são exigidas nos Estados-Membros às sociedades, a fim de tornar equivalentes essas garantias.

4. O segundo e o quinto considerandos da Directiva 77/91 prevêem o seguinte:

«Considerando que, para assegurar uma equivalência mínima da protecção dos accionistas e dos credores destas sociedades, é necessário, sobretudo, coordenar as legislações nacionais respeitantes à sua constituição, bem como à conservação, ao aumento e à redução do seu capital;

[…]

Considerando que, em conformidade com os objectivos referidos no [n.º 2, alínea g), do artigo 44.º CE], é necessário que, em matéria de aumento e de redução do capital, as legislações dos Estados-Membros assegurem a observância e harmonizem a aplicação dos princípios que garantem a igualdade de tratamento dos accionistas que se encontram em condições idênticas e a protecção dos titulares de créditos anteriores à deliberação de redução».

5. O artigo 29.º da Directiva 77/91 dispõe o seguinte:

«1. Em todos os aumentos do capital subscrito por entradas em dinheiro, as acções devem ser oferecidas com preferência aos accionistas, proporcionalmente à parte do capital representada pelas suas acções.

[…]

4. O direito de preferência não pode ser limitado nem suprimido pelos estatutos ou pelo acto constitutivo. A limitação ou supressão deste direito podem, todavia, ser decididas pela assembleia geral. O órgão de direcção ou de administração deve apresentar a essa assembleia um relatório escrito que indique os motivos para limitar ou suprimir o direito de preferência e justifique o preço de emissão proposto. A assembleia delibera segundo as regras de quórum e de maioria prescritas no artigo 40.º […]

[…]

6. Os n.os 1 a 5 aplicam-se à emissão de quaisquer títulos convertíveis em acções ou providos de um direito de subscrição de acções, mas não à conversão dos títulos, nem ao exercício do direito de subscrição.»

6. O artigo 42.º da Directiva 77/91 dispõe o seguinte:

«Para a aplicação da presente directiva, as legislações dos Estados-Membros garantirão um tratamento igual aos accionistas que se encontrem em condições idênticas.»

B — *Legislação nacional*

7. A Directiva 77/91 foi transposta para o direito espanhol pelos artigos 158.º, 159.º e 293.º do Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de Dezembro de 1989, que contém o novo texto da Lei das sociedades anónimas (Ley de Sociedades Anónimas, a seguir «LSA»).

8. O artigo 158.º, n.º 1, da LSA prevê o direito de preferência na subscrição no contexto do aumento de capital de sociedades anónimas por emissão de novas acções:

«Nos aumentos de capital social com emissão de novas acções, ordinárias ou privilegiadas, os actuais accionistas e os titulares de obrigações convertíveis poderão exercer, dentro do prazo que a administração da sociedade lhes conceder para o efeito, que não será inferior a quinze dias a contar da publicação do anúncio da oferta de subscrição da nova emissão no *Boletín Oficial del Registro Mercantil* [Boletim Oficial do Registo Comercial] no caso das sociedades cotadas em bolsa, e de um mês nos restantes casos, o direito de subscrever um número de acções proporcional ao valor nominal das acções que possuam ou das que corresponderiam aos titulares de obrigações convertíveis em acções caso exercessem nesse momento a faculdade da conversão.»

9. O artigo 159.º da LSA regula a exclusão do direito de preferência na subscrição prevista no artigo 158.º da LSA:

«1. Nos casos em que o interesse da sociedade assim o exija, a Assembleia Geral, ao decidir o aumento de capital, poderá deliberar a supressão total ou parcial do direito de preferência na subscrição. Para a validade desta deliberação, que deverá respeitar o disposto no artigo 144.º, será imprescindível:

a) Que da convocatória da Assembleia se tenha feito constar a proposta de supressão do direito de preferência na subscrição e o tipo de emissão das novas acções.

b) Que, no momento da convocatória da Assembleia, sejam colocados à disposição dos accionistas, em conformidade com a alínea c) do n.º 1 do artigo 144.º, um relatório elaborado pelos administradores, no qual se justifique pormenorizadamente a proposta e o tipo de emissão das acções, com indicação das pessoas às quais estas serão atribuídas, e um relatório elaborado, sob a sua responsabilidade, por um revisor oficial de contas diferente do revisor oficial de contas da sociedade, nomeado para o efeito pelo Registo Comercial, sobre o valor razoável das acções da sociedade, sobre o valor teórico dos direitos de preferência na subscrição cujo exercício se propõe suprimir e sobre a razoabilidade dos dados contidos no relatório dos administradores.

c) Que o valor nominal das acções a emitir, mais, se for caso disso, o montante do prémio de emissão, corresponda ao valor razoável resultante do relatório dos revisores oficiais de contas a que se refere a alínea b) anterior. Tratando-se de uma sociedade cotada, é considerado como valor razoável o valor de mercado, presumindo-se, salvo prova em contrário, que este é o resultante da sua cotação em bolsa.

Não obstante, no caso das sociedades cotadas, a assembleia de accionistas, uma vez dispondo do relatório dos administradores e do relatório do revisor oficial de contas exigidos na alínea b) anterior, os quais deverão, neste caso, referir-se também ao valor patrimonial líquido das acções, poderá deliberar a emissão de novas acções a qualquer preço, desde que seja superior ao valor patrimonial líquido resultante do relatório do referido revisor, podendo a referida assembleia de accionistas limitar-se a estabelecer o procedimento para a sua determinação.

[…]»

10. O artigo 293.º da LSA regula o direito de preferência na subscrição de obrigações convertíveis em acções:

«1. Os accionistas da sociedade terão direito de preferência na subscrição das obrigações convertíveis.

2. Do mesmo direito gozam os titulares de obrigações convertíveis pertencentes a emissões anteriores na proporção que lhes corresponda segundo as bases da conversão.

3. Ao direito de preferência na subscrição de obrigações convertíveis é aplicável o disposto no artigo 158.º desta lei.»

III — Procedimento pré-contencioso

11. Por ofício de 15 de Março de 2004, a Comissão chamou a atenção do Governo espanhol para algumas incorrecções na transposição da Directiva 77/91 pela LSA.

12. Na sua resposta de 10 de Março de 2004, o Governo espanhol contestou quaisquer contradições da lei controvertida com a Directiva 77/91.

13. A Comissão não considerou esta resposta satisfatória e decidiu, portanto, enviar ao Governo espanhol um parecer fundamentado com data de 5 de Janeiro de 2005, fixando um prazo de dois meses para o Governo espanhol proceder às alterações necessárias na legislação nacional.

14. Em seguida o Governo espanhol enviou à Comissão uma carta elaborada pelo seu Ministério da Economia e Finanças com data de 4 de Março de 2005, rejeitando as exigências da Comissão.

15. Não tendo ficado satisfeita com as declarações do Governo espanhol, a Comissão decidiu intentar uma acção junto do Tribunal de Justiça.

IV — Tramitação processual no Tribunal de Justiça e pedidos das partes

16. Na sua petição, que deu entrada na secretaria do Tribunal de Justiça em 4 de Agosto de 2006, a Comissão pede

— A declaração de que o Reino de Espanha, não tendo transposto correctamente a Directiva 77/91/CEE do Conselho, de 13 de Dezembro de 1976, tendente a coordenar as garantias que, para protecção dos interesses dos sócios e de terceiros, são exigidas nos Estados-Membros às sociedades, na acepção do segundo parágrafo do artigo 58.º do Tratado, no que respeita à constituição da sociedade anónima, bem como à conservação e às modificações do seu capital social, a fim de tornar equivalentes essas garantias em toda a Comunidade, não cumpriu as obrigações que lhe incumbem por força da referida directiva e, em especial, por força:

a) do seu artigo 42.º, conjugado com o artigo 29.º, n.os 1 e 4, ao permitir que a assembleia geral autorize a emissão de novas acções com exclusão do direito de preferência na subscrição por um preço inferior ao valor razoável;

b) do seu artigo 29.º, n.º 1, ao atribuir o direito de preferência na subscrição de acções no caso de aumento de capital com entradas em dinheiro não apenas aos accionistas mas também aos titulares de obrigações convertíveis em acções;

c) do seu artigo 29.º, n.º 6, conjugado com o seu artigo 29.º, n.º 1, ao atribuir o direito de preferência na subscrição de obrigações convertíveis em acções não apenas aos accionistas mas também aos titulares de obrigações convertíveis em acções, pertencentes a emissões anteriores;

d) do seu artículo 29.º, n.º 6, conjugado com o seu artigo 29.º, n.º 4, ao não prever que a assembleia geral possa excluir o direito de preferência na subscrição de obrigações convertíveis em acções.

— A condenação do Reino de Espanha nas despesas.

17. O Reino de Espanha pede

— que a acção seja julgada improcedente;

— a condenação da Comissão nas despesas do processo.

18. A Comissão entregou a sua contestação em 4 de Dezembro de 2006. A réplica do Governo espanhol deu entrada no Tribunal de Justiça em 6 de Fevereiro de 2007, após a concessão de uma prorrogação do prazo.

19. Por despacho do Presidente do Tribunal de Justiça de 18 de Janeiro de 2007, o Reino Unido, a República da Polónia e a República da Finlândia foram admitidos como partes intervenientes, na acepção do artigo 93.º, n.º 1, do Regulamento de Processo, em apoio dos pedidos do Reino de Espanha, tendo apresentado observações escritas.

20. Uma vez que nenhuma das partes requereu a abertura da fase oral do processo, após a sessão plenária do Tribunal de Justiça de 29 de Abril de 2008, passou-se à elaboração das conclusões no presente processo.

V — Fundamentos e argumentos essenciais das partes

21. A Comissão invoca no total quatro fundamentos contra o Reino de Espanha.

A — *Quanto ao primeiro fundamento*

22. Com o seu primeiro fundamento, a *Comissão* alega uma violação do princípio da igualdade de tratamento dos accionistas, consagrado no artigo 42.º da Directiva 77/91, uma vez que o artigo 159.º, n.º 1, alínea c), da LSA permite, em caso de aumento de capital com exclusão do direito de preferência, a fixação de um preço de emissão para novas acções a um valor que pode ser consideravelmente inferior ao seu valor de mercado.

23. Em especial, a Comissão refere que segundo o artigo 159.º, n.º 1, alínea c), da LSA, a assembleia de accionistas de uma sociedade cotada em bolsa pode deliberar a emissão a qualquer preço, desde que seja superior ao valor patrimonial líquido correspondente. No entanto, o valor patrimonial líquido, segundo a Comissão, pode estar 20% a 80% abaixo do valor de mercado. A este respeito, a Comissão remete para outras regulamentações dos Estados-Membros que permitem a fixação de um preço de emissão de novas acções até um máximo de 5% a 10% abaixo do preço de mercado.

24. A Comissão deduz daí que o artigo 159.º, n.º 1, alínea c), da LSA viola o artigo 42.º da Directiva 77/91, porque opera uma discriminação manifesta no domínio das sociedades cotadas em bolsa entre os accionistas que compraram as suas acções ao preço de mercado e os novos accionistas, aos quais a sociedade autoriza a aquisição de acções a um preço mesmo muito inferior ao preço de mercado (e portanto «não razoável»).

25. O *Reino de Espanha* sustenta em seguida que a LSA prevê condições para a exclusão do direito de preferência na subscrição que, na realidade, são mais rigorosas que as da Directiva 77/91. Por um lado, a LSA, tal como indicam também a *República da Polónia*, o *Reino Unido* e a *República da Finlândia*, prevê um limite mínimo para o preço de emissão, que não pode ser inferior ao

valor patrimonial líquido correspondente. Por outro lado, a LSA prevê que ao relatório dos administradores da sociedade tem de ser junto um relatório de um revisor independente.

26. O Reino de Espanha sustenta que a Comissão conclui daí, sem razão, que o artigo 159.º, n.º 1, alínea c), segundo parágrafo, da LSA, permite a fixação de um «preço desproporcionadamente baixo» em relação ao preço de mercado das acções em questão. De facto, o primeiro parágrafo limita-se a estabelecer uma presunção ilidível, segundo a qual o «valor razoável» da acção de uma sociedade cotada corresponde ao seu «valor de mercado». Não obstante, a assembleia de accionistas pode fixar um preço de emissão inferior ao «valor de mercado», que não comprometa o seu carácter razoável, quando pareça justificado à luz dos relatórios acima referidos.

27. O *Reino de Espanha*, a *República da Polónia* e o *Reino Unido* sustentam, de resto, que não é possível nenhuma discriminação entre os accionistas existentes e os potenciais accionistas que por ocasião de um aumento de capital entrem numa sociedade cotada, porque estas duas categorias de accionistas não se encontram em situações comparáveis. Em razão das cotações da bolsa e das flutuações do mercado das acções, cada accionista adquiriu as suas acções a um preço diferente, dependendo do momento da aquisição e da cotação correspondente. Portanto, é normal que alguns accionistas tenham adquirido as suas acções a um preço inferior ou mesmo superior ao preço de emissão.

28. Além disso, quer o *Reino de Espanha* quer a *República da Polónia* salientam a circunstância de o artigo 159.º, n.º 1, alínea c), da LSA, carecer da aprovação da assembleia geral dos accionistas, tendo de ser respeitada a maioria necessária para a alteração dos estatutos e o quórum.

29. O *Reino Unido* defende a opinião segundo a qual não se pode falar de uma diferença de tratamento, dado que no caso do preço de uma acção se trata de um simples elemento económico. Mesmo que se considere que existe uma diferença de tratamento, esta é justificada igualmente pelo interesse financeiro da sociedade num aumento de capital.

30. A *República da Finlândia* é de opinião que, para se poder apreciar se existe uma diferença de tratamento, é necessária uma análise de conjunto das circunstâncias da emissão de novas acções.

31. A *República da Polónia* defende a tese de que a possibilidade da emissão de novas acções a um preço inferior ao valor de mercado deve ser apreciada não à luz do princípio da igualdade de tratamento, mas do princípio de que os órgãos societários devem agir no interesse da própria sociedade.

accionistas proporcionalmente à sua participação na sociedade. Tal disposição opõe-se, portanto, ao objectivo da directiva de evitar qualquer risco de diluição das participações dos actuais accionistas na sociedade. Além disso, tal medida não é exigível a fim de proteger os interesses dos titulares das obrigações convertíveis.

B — *Quanto ao segundo fundamento*

32. Com o seu segundo fundamento, a *Comissão* alega uma violação do artigo 29.º, n.º 1, da Directiva 77/91, porque o artigo 158.º, n.º 1, da LSA, confere não apenas aos accionistas, mas igualmente aos titulares de obrigações convertíveis, o direito de preferência na subscrição de acções em caso de aumento do capital subscrito por entradas em dinheiro.

34. O *Reino de Espanha* defende a opinião segundo a qual uma interpretação literal do artigo 29.º, n.º 1, da Directiva 77/91, tal como propôs a Comissão, se opõe à própria redacção desta disposição, porque segundo esta as acções devem ser oferecidas «com preferência» aos accionistas, o que por sua vez não significa que nos termos da disposição as acções devam ser oferecidas «exclusivamente» aos accionistas. Acresce que a directiva nada diz sobre obrigações convertíveis.

33. O artigo 29.º, n.º 1, da directiva exige que as novas acções «devem ser oferecidas com preferência aos accionistas, proporcionalmente à parte do capital representada pelas suas acções». Uma vez que as obrigações convertíveis não são parte do capital da sociedade, o direito de preferência na subscrição garantido aos titulares de obrigações convertíveis na LSA não permite que as novas acções possam ser oferecidas aos

35. O *Reino de Espanha* e a *República da Polónia* preconizam antes uma interpretação teleológica da disposição em causa, a fim de se protegerem não apenas os titulares de obrigações convertíveis, mas também os potenciais novos accionistas da sociedade, e de conservar o valor das acções que lhes são reservadas. Deste modo, evita-se igualmente que o emitente possa ter influência sobre o momento (favorável) para a conversão.

36. Finalmente, a *República da Polónia* refere que a directiva tem igualmente por objectivo a protecção de «terceiros», ou seja, de pessoas que em determinadas situações podem ser equiparadas aos accionistas, tais como por exemplo os titulares de obrigações convertíveis. A directiva tem igualmente por objectivo um nível mínimo de protecção, podendo os Estados-Membros adoptar disposições de protecção mais rigorosas.

C — *Quanto ao terceiro fundamento*

37. A *Comissão* verifica que o artigo 293.º, n.º 2, da LSA, viola o artigo 29.º, n.ºs 1 e 6, da Directiva 77/91, pelos mesmos motivos invocados quanto ao segundo fundamento, na medida em que garante um direito de preferência na subscrição de obrigações convertíveis não apenas aos accionistas, mas de igual modo aos titulares de obrigações convertíveis já anteriormente colocadas em circulação.

38. O *Reino de Espanha* e a *República da Polónia* remetem para os argumentos avançados quanto ao segundo fundamento e sustentam que uma interpretação literal da directiva, tal como propugnada pela Comissão, é infundada.

D — *Quanto ao quarto fundamento*

39. A *Comissão* alega a violação do artigo 29.º, n.º 6, conjugado com o artigo 29.º, n.º 4, da Directiva 77/91, dado que a LSA não prevê que a assembleia geral possa deliberar a exclusão do direito de preferência na subscrição de obrigações convertíveis.

40. A Comissão indica que o artigo 293.º, n.º 3, da LSA remete para o artigo 158.º da LSA, mas não contém nenhuma remissão para o artigo 159.º da LSA, que regula precisamente a possibilidade de exclusão do direito de preferência. Mesmo que uma interpretação sistemática possibilitasse a exclusão do direito de preferência na subscrição de obrigações convertíveis garantido aos accionistas, o artigo 293.º da LSA, na sua redacção actual, suscita dúvidas e insegurança para os accionistas individuais e não pode, portanto, ser considerado como uma transposição correcta da directiva, até porque não foi apresentada nenhuma prova de que os

tribunais espanhóis tenham efectivamente seguido essa interpretação sistemática.

41. O *Reino de Espanha* alega que uma interpretação sistemática do artigo 293.º da LSA só pode conduzir ao resultado da possibilidade de exclusão, pela assembleia geral, do direito de preferência na subscrição de obrigações convertíveis para os accionistas, visto que qualquer outra solução seria totalmente ilógica.

42. A *República da Finlândia* indica que o objectivo da directiva é, em qualquer caso, apenas o de uma harmonização mínima e que mesmo que o direito de preferência na subscrição de obrigações convertíveis para os accionistas não possa ser excluído pela assembleia geral, isso não viola a Directiva 77/91.

VI — Apreciação jurídica

A — *Observações introdutórias*

43. Até à data, foram dedicadas à aproximação do direito societário material dos Estados-Membros treze directivas e propostas de directivas [4]. Entre estas conta-se a Directiva 77/91, aprovada em 13 de Dezembro de 1976, que visa em especial a aproximação das legislações nacionais sobre a constituição das sociedades anónimas, bem como a subscrição e a conservação de um capital social mínimo e, por isso, igualmente designada por «directiva capital» [5].

44. O artigo 29.º, n.º 1, da Directiva 77/91 consagra no plano comunitário o direito de

4 — Até ao presente, foram aprovadas e transpostas para o direito nacional com base no artigo 44.º, n.º 2, alínea g), CE, dez directivas de aproximação no domínio do direito das sociedades em sentido estrito (v. Kindler, P., *Münchener Kommentar zum BGB*, 4.ª edição, 2006, Volume 11, n.º 33; Behrens, P., *Handbuch des EU-Wirtschaftsrechts*, Volume 1, Munique 2004, E. III, n.º 10, p. 10; Trstenjak, V./Kocbek, M., *Evropsko pravo gospodarskih družb*, Ljubljana 2004, p. 31 a 50).

5 — O significado essencial da Directiva 77/91 reside antes de mais na consagração a nível comunitário do princípio continental europeu do capital fixo: uma vez que os accionistas não respondem pessoalmente pelas dívidas da sociedade, esta deve dispor de um capital mínimo para protecção dos credores, que é, além disso, garantido por disposições rigorosas sobre a conservação do capital. A directiva regula, portanto, não apenas o montante mínimo do capital, mas também e sobretudo as modalidades de prestação das entradas em dinheiro e em espécie, a aquisição de acções próprias pela sociedade, a amortização de acções e as alterações do capital por meio de aumento e de redução. Com efeito, a directiva tem por objectivo, na medida em que regula a constituição e conservação do capital de garantia, não apenas a protecção dos credores. De acordo com os seus segundo e quinto considerandos, trata-se sobretudo da protecção dos accionistas. Em especial, prosseguem esse objectivo as disposições sobre a participação da assembleia geral nas medidas respeitantes ao capital e sobre os deveres de informação em caso de prejuízos graves, a introdução de um direito de preferência dos accionistas nos aumentos de capital e a consagração do princípio da igualdade de tratamento. Para além disso, a directiva regula questões essenciais relacionadas com a constituição das sociedades anónimas. Há que salientar as disposições relativas ao conteúdo mínimo dos estatutos, do acto de constituição ou de um documento separado (v. Habersack, M., *Europäisches Gesellschaftsrecht*, 3.ª edição, Munique 2006, n.ºs 3 e 4, p. 129 e segs.; Lutter, M., *Europäisches Unternehmensrecht*, 4.ª edição, Berlim 1996, p. 109 e segs.).

preferência dos accionistas em caso de aumentos de capital. Não obstante, há que recordar que o direito de preferência, nalguns Estados-Membros, vem na esteira de uma longa tradição jurídica que teve início em meados do século XIX [6]. Na doutrina de direito comparado, parte-se do princípio, em geral, que este direito teve a sua origem no ordenamento jurídico do Reino Unido, mas a partir de meados do século XX foi influenciado em grande medida, pelo menos no contexto europeu, pelos desenvolvimentos nos ordenamentos jurídicos da Alemanha, de França e de Itália [7]. A harmonização do direito das sociedades dos Estados-Membros ligada à Directiva 77/91 conduziu, por seu lado, a que outros Estados-Membros que, ou não conheciam esse direito nos seus ordenamentos jurídicos até então, ou não lhe conferiam carácter vinculativo, tivessem que instituir o direito de preferência na subscrição, o que contribuiu para a sua difusão e homogeneização mesmo para além das fronteiras da União Europeia.

45. O direito de preferência na subscrição confere ao accionista, em caso de aumentos de capital, um direito a uma parte das novas acções correspondente à quota de participação que detinha até à data em questão e permite-lhe, deste modo, a conservação da sua participação proporcional [8]. Deste modo, ele tem direito a uma participação no capital social da sociedade anónima na mesma percentagem que tinha até ao momento. Por essa razão, a tese tradicional considera o direito de preferência dos accionistas como um mecanismo eficaz de protecção dos accionistas individuais e minoritários contra as desvantagens que podem resultar de uma emissão de novas acções ligada a um aumento de capital. Entre essas desvantagens conta-se a perda de direitos políticos e económicos (por exemplo, a redução do direito aos dividendos) dos associados, porventura sob a forma de direitos de participação nas decisões (por exemplo, limitação dos direitos de voto), bem como outros direitos não económicos (por exemplo, direitos de informação, e o direito de convocar a assembleia de accionistas) [9].

6 — Para uma análise do desenvolvimento do direito de preferência nos ordenamentos jurídicos da Alemanha, Itália, França, do Reino Unido, da Bélgica, de Portugal e da Suíça, v. Vásquez Albert, D., «El derecho de suscripción preferente en Europa», *Revista de derecho de sociedades*, n.º 11 (1999), p. 79 a 131.

7 — V. Vásquez Albert, D., «El derecho de suscripción preferente en el Derecho Comunitario», *Revista de derecho mercantil*, Nr. 230 (1998), p. 1693. Nesse ponto, a Lei das sociedades anónimas alemã 77/91 influenciou em grande medida a directiva, quer do ponto de vista da estrutura quer do conteúdo regulamentar, o que causou certas dificuldades de transposição para os Estados-Membros pertencentes à família jurídica da common law (v. 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), § 186 AktG, n.º 16; *Lamy Sociétés Commerciales* (ed. por Jacques Mestre/Dominique Velardocchio), Rueil-Malmaison 2008, p. 1835. V. acórdão de 19 de Novembro de 1996, Siemens (C-42/05, Colect., p. I-6017, n.º 19), em que o Tribunal de Justiça analisa o objectivo do princípio do direito de preferência, que consiste em evitar uma redução da participação percentual de accionistas no capital social.

9 — Neste sentido, Grechenig, K., «Discriminating Shareholders through the Exclusion of Pre-emption Rights?», *European company and financial law review*, Volume 4 (2007), n.º 4, p. 577. Yanes Yanes, P., «Derecho de suscripción preferente», *Diccionario de Derecho de Sociedades* (ed. por Carmen Alonso Ledesma), Madrid 2006, p. 511 e Davies, P., *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*, 7.ª edição, Londres 2003, p. 631 e segs., referem que o direito de preferência cumpre duas funções. Por um lado, deve proteger o accionista contra uma diluição da sua participação económica na sociedade. Por outro, esse direito deve evitar que ele perca influência na vida da sociedade. Pisani Massamormile, A., «Aumento del capitale sociale», *Armonie e disarmonie nel diritto comunitario delle società di capitali*, Volume 1, Milão 2003, p. 714, distingue entre uma função administrativa (ligada ao peso do voto de cada accionista) e uma função patrimonial (relativa ao direito de cada accionista à participação nos lucros) do direito de preferência.

46. A Directiva 77/91 retoma este raciocínio jurídico, garantindo o respeito dos direitos dos accionistas e de terceiros, nomeadamente nas operações de constituição de sociedade e de aumento ou redução do seu capital. Em conformidade com os objectivos da sua base jurídica do artigo 44.º, n.º 2, alínea g), CE, o direito de preferência assegura um nível mínimo de protecção dos accionistas em todos os Estados-Membros [10].

B — *Análise dos fundamentos*

1. Quanto ao primeiro fundamento

47. No que respeita à repartição processual do ónus de alegação e de prova, há que referir, antes de mais, que no quadro de uma acção por incumprimento ao abrigo do artigo 226.º CE cabe à Comissão provar a existência do alegado incumprimento. Além disso, compete-lhe trazer ao Tribunal de Justiça os elementos necessários à verificação por este da existência desse incumprimento, sem que se possa basear em presunções [11]. Incumbe ao Estado-Membro acusado, por sua vez, impugnar de forma consistente e pormenorizada os elementos apresentados e as consequências que deles decorrem [12].

48. No seu primeiro fundamento de recurso, a Comissão alega uma violação do princípio da igualdade de tratamento dos accionistas consagrado no artigo 42.º da Directiva 77/91, conjugado com o seu artigo 29.º, n.ºs 1 e 4. A Comissão considera que existe uma violação das disposições comunitárias mencionadas, na medida em que a regulamentação nacional controvertida permite, no artigo 159.º, n.º 1, alínea c), da LSA, em caso de aumento de capital com exclusão do direito de preferência, a fixação de um preço de emissão para novas acções que pode ser substancialmente inferior ao respectivo valor de mercado.

49. O artigo 159.º, n.º 1, alínea c), da LSA estabelece determinadas condições para a exclusão do direito de preferência. Segundo essa disposição, o preço das acções a emitir deve corresponder ao «valor razoável» resultante do relatório do órgão de administração

10 — Acórdãos de 30 de Maio de 1991, Karella (C-19/90 e C-20/90, Colect., p. I-2691, n.ºs 25 e 30) e de 24 de Março de 1992, Epas (C-381/89, Colect., p. I-2111, n.ºs 27 e 32).

11 — Acórdãos de 12 de Maio de 2005, Comissão/Bélgica (C-287/03, Colect., p. I-3761, n.º 27), de 14 de Abril de 2005, Comissão/Alemanha (C-341/02, Colect., p. I-2733, n.º 35), de 29 de Maio de 2001, Comissão/Itália (C-263/99, Colect., p. I-4195, n.º 27), de 8 de Março de 2001, Comissão/Alemanha (C-68/99, Colect., p. I-1865, n.º 38), de 23 de Outubro de 1997, Comissão/França (C-159/94, Colect., p. I-5815, n.º 102) e de 25 de Maio de 1982, Comissão/Países Baixos (96/81, Recueil, p. 1791, n.º 6).

12 — Acórdão de 22 de Setembro de 1988, Comissão/Grécia (C-272/86, Colect., p. 4875, n.º 21).

referido no artigo 159.º, n.º 1, alínea b), da LSA. Em caso de sociedades cotadas em bolsa, toma-se como referência, em princípio, a cotação, desde que não possa ser justificado outro valor.

50. Tal como a Comissão alega, com efeito, o artigo 159.º, n.º 1, alínea c), segundo parágrafo, da LSA, prevê uma excepção significativa para as sociedades cotadas segundo a qual a assembleia geral pode deliberar a emissão a qualquer preço, desde que seja superior ao valor das participações no património da sociedade. Neste contexto, a Comissão indica que o valor de uma acção pode ser substancialmente inferior à sua cotação, que a própria LSA considera que corresponde ao valor de mercado e, portanto, ao «valor razoável» da acção. A Comissão deduz daí que o legislador espanhol atribuiu expressamente um poder discricionário a fim de que a assembleia geral possa emitir novas acções com exclusão do direito de preferência, abaixo do valor de mercado e, desse modo, do valor considerado «razoável» pelo legislador espanhol.

51. A Comissão considera esta regulamentação uma discriminação manifesta dos accionistas que adquiriram as suas acções ao valor de mercado, relativamente aos novos accionistas que adquiriram as suas acções abaixo desse valor de mercado. Na opinião da Comissão, os primeiros sofrem um prejuízo económico, ao terem de suportar uma redução ou uma diluição do valor das suas acções determinada pelo «desconto» concedido aos novos accionistas.

52. Há que objectar ao argumento da Comissão, no entanto, que o disposto no artigo 159.º, n.º 1, alínea c), segundo parágrafo, da LSA, embora possa à primeira vista parecer duvidoso por razões de protecção dos accionistas [13], não contraria as disposições da Directiva 77/91.

53. Tal como se referiu de início, a Directiva 77/91 visa somente uma protecção mínima dos accionistas a nível comunitário. Isto resulta, por um lado, da declaração normativa da sua base jurídica, e, por outro, do segundo considerando da directiva, nos termos do qual

13 — Grechenig, K., *Spanisches Aktien- und GmbH-Recht — Das einstufige Verwaltungssystem in Beziehung zur Hauptversammlung und zu Gesellschafterrechten*, Viena 2005, p. 136, considera duvidosa, é certo, a regulamentação do artigo 159.º, n.º 1, alínea c), segundo parágrafo, da LSA, por razões de protecção dos accionistas, e remete para a presente acção de incumprimento contra o Reino de Espanha, mas sem retirar conclusões quanto ao tratamento discriminatório dos accionistas.

«para assegurar uma equivalência mínima da protecção dos accionistas [...], é necessário, sobretudo, coordenar as legislações nacionais respeitantes [...] ao aumento [...] do seu capital» [14].

54. Além disso, há que constatar que a Directiva 77/91 não contém disposições que obriguem à emissão de novas acções ao «preço de mercado» ou mesmo a um «preço razoável». Isto é assinalável, tanto mais que a Directiva 77/91, de resto, contém regulamentações pormenorizadas, por exemplo, sobre a constituição de sociedades anónimas.

55. Como única disposição da directiva que versa sobre o preço de emissão de acções e, nessa medida, apresenta alguma relevância para o presente processo, pode citar-se o artigo 8.º, segundo o qual «[as] acções não podem ser emitidas a um valor inferior ao seu valor nominal ou, na falta de valor nominal, ao seu valor contabilístico». Pelo contrário, a directiva nada diz, tal como alega o Governo do Reino Unido, com razão, sobre o preço ao qual podem ser oferecidas as novas acções em caso de aumento de capital.

56. Do artigo 29.º, n.º 4, da Directiva 77/91 resulta apenas que o órgão de administração ou direcção no seu relatório escrito à assembleia geral tem de «[justificar] o preço de emissão proposto». Deste modo, a decisão definitiva sobre o preço de emissão a fixar cabe, em conformidade com o artigo 29.º, n.º 4 da Directiva 77/91, à assembleia geral [15], sem mais indicações.

57. Para além disso, o regime do artigo 159.º, n.º 1, alínea c), segundo parágrafo, da LSA não permite identificar nenhum caso de discriminação dos accionistas. O princípio da igualdade de tratamento do artigo 42.º da Directiva 77/91 corresponde na sua declaração normativa a uma proibição de discriminação que, segundo jurisprudência constante do Tribunal de Justiça, exige que situações

14 — Vásquez Albert, D., op. cit. (nota 7), p. 1714, refere que os ordenamentos nacionais dos Estados-Membros, em geral, prevêem regulamentações mais rigorosas que o direito comunitário. Na opinião do autor, o carácter da Directiva 77/91 como norma de protecção mínima permite a aceitação de regulamentações mais rigorosas pelos Estados-Membros. Natterer, J., «Bezugsrechtssausschluss und zweite gesellschaftsrechtliche Richtlinie», *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, 1995, p. 1483, considera a Directiva 77/91 igualmente como norma de protecção mínima, baseando-se no segundo considerando.

15 — Nos termos do artigo 25.º, n.º 1, da Directiva 77/91, qualquer aumento de capital deve ser deliberado pela assembleia geral.

comparáveis não sejam tratadas de maneira diferente e que situações diferentes não sejam tratadas de maneira igual, a não ser que tal diferença de tratamento seja objectivamente justificada [16].

58. A Comissão defende a opinião de que o artigo 159.º, n.º 1, alínea c), segundo parágrafo, da LSA não garante a igualdade de tratamento entre os actuais accionistas e o novos accionistas. Por outras palavras, parte do princípio, manifestamente, que no presente caso há uma diferença de tratamento de situações iguais. Há que constatar igualmente que a Comissão só aparentemente [17] baseia o primeiro fundamento numa alegada diferença de tratamento, consistindo o ponto principal da sua argumentação na exposição das consequências económicas potencialmente desfavoráveis para os antigos accionistas de uma emissão de acções abaixo do preço de mercado [18]. Deste modo, perde a ocasião de fazer uma exposição consistente sobre a questão de saber se os novos accionistas se encontram exactamente na mesma situação que os antigos accionistas. Isto é importante porque o artigo 42.º da Directiva 77/91 exige que as legislações dos Estados-Membros garantam um tratamento igual aos accionistas «que se encontrem em condições idênticas». Por conseguinte, falta uma análise aprofundada por parte da Comissão sobre a existência da primeira condição do princípio da igualdade [19]. Isto é alegado, com razão, pelos Governos espanhol e britânico.

59. Por conseguinte, cabe à Comissão demonstrar que o princípio da igualdade de tratamento do artigo 42.º da Directiva 77/91 é aplicável ao caso vertente. A mera crítica a uma regulamentação que em determinadas circunstâncias é economicamente desfavorável — o que, de resto, não foi demonstrado pela Comissão com base em elementos concretos — não pode substituir a fundamentação ou a prova da existência de uma diferença de tratamento injustificada de situações comparáveis. Nessa medida, a Comissão não cumpriu o seu ónus de alegação e de prova.

60. Independentemente disso, é desde logo duvidoso que a disposição sobre a igualdade de tratamento do artigo 42.º da Directiva

16 — Acórdãos de 27 de Março de 1980, Salumi e o. (66/79, 127/79 e 128/79, Recueil, p. 1237, n.º 14), de 20 de Setembro de 1988, Espanha/Conselho (203/86, Colect., p. 4563, n.º 25), de 17 de Abril de 1997, EARL de Kerlast (C-15/95, Colect., p. I-1961, n.º 35), de 13 de Abril de 2000, Karlsson e o. (C-292/97, Colect., p. I-2737, n.º 39), de 6 de Março de 2003, Niemann (C-14/01, Colect., p. I-2279, n.º 49) e de 22 de Junho de 2006, Bélgica/Comissão (C-182/03, Colect., p. I-5479, n.º 170).

17 — V. n.º 34 da contestação.

18 — V. n.º 23 da petição e n.ºs 10 e 22 da contestação.

19 — Na opinião de Rossi, M., in Calliess/Ruffert (ed.), *Kommentar zu EUV/EGV*, 3.ª edição, 2007, Art. 20 Grundrechtecharta (artigo 20.º da Carta dos Direitos Fundamentais), n.º 19, p. 2629, o princípio geral da igualdade caracteriza-se por uma análise em duas ou três etapas: na primeira, há que verificar sempre se existe uma diferença de tratamento de situações comparáveis (ou uma igualdade de tratamento de situações diferentes). Numa segunda fase, há que analisar se esta diferença de tratamento (ou igualdade de tratamento) pode eventualmente ser justificada. Em determinadas circunstâncias, efectua-se uma análise da proporcionalidade.

77/91, devido à sua declaração normativa indeterminada [20], possa ser aplicável a uma circunstância tão específica como a da fixação do preço de emissão de novas acções em caso de aumento de capital.

61. Acresce que o princípio da igualdade de tratamento dos accionistas, que é reconhecido nos ordenamentos jurídicos de muitos Estados-Membros da Comunidade, não é interpretado segundo a opinião dominante no sentido de constituir um dever da sociedade de tratar igualmente os accionistas, mas sobretudo no sentido de que um tratamento desigual necessita de uma justificação objectiva [21]. O desejo da Comissão de não autorizar a fixação de um preço de emissão das novas acções inferior ao preço de aquisição das acções dos actuais accionistas, pelo contrário, vai além, afinal, de uma transposição estrita do princípio da igualdade que, como vimos, por falta de indicações jurídicas unívocas, não é exigida pela directiva nem corresponde à realidade societária, dado que o valor e o preço das acções de uma sociedade cotada em bolsa variam sempre, condicionados pelo desenvolvimento variável no mercado accionista.

62. Tal como sustentam os Governos espanhol e do Reino Unido, com razão, esta circunstância tem por consequência que cada accionista, consoante o momento da aquisição e a respectiva cotação, adquire as suas acções a um preço diferente. Por conseguinte, haverá sempre accionistas que adquiriram as suas acções a um preço inferior ou mesmo superior ao preço de emissão. Por esta razão, não pode afirmar-se com êxito que todos os accionistas se encontrem na mesma situação. Há que ter em consideração, além disso, a circunstância de que o preço das acções depende de muitos factores económicos, por exemplo, o desenvolvimento económico de uma determinada sociedade, ou mesmo o estado da economia mundial. Acresce que o preço das acções é influenciado em grande medida pelo desenvolvimento do mercado, ou seja, pela oferta e pela procura. As diferenças patentes entre os antigos e novos accionistas, no que se refere ao respectivo preço de aquisição, não se reconduzem a uma diferença de tratamento imputável à sociedade [22], sendo antes consequência

20 — Grechenig, K., op. cit. (nota 9), p. 581, lamenta a vaga declaração normativa da disposição sobre igualdade de tratamento do artigo 42.º da Directiva 77/91. Hefermehl, W./Bungeroth, E., *Aktiengesetz*, Volume 1, Munique 1984, § 53 a, n.º 13, p. 14, criticam a sua falta de clareza. Grundmann, S., *Europäisches Gesellschaftsrecht*, Heidelberg 2004, n.º 325, p. 146, refere, quanto à dogmática desta disposição, que o princípio da igualdade de tratamento se aplica sobretudo a questões de capital, mas que é formulado em geral. Por conseguinte, carece de concretização por meio de regras específicas.

21 — Assim, Hefermehl, W./Bungeroth, E., op. cit. (nota 20), § 53 a, n.ºs 13 e 14, p. 14, tendo em consideração a letra do § 53 a da Lei alemã sobre as sociedades anónimas (Aktiengesetz) («nas mesmas condições»), que transpõe o artigo 42.º da Directiva 77/91 para o direito alemão, referem que esta disposição deixa margem para diferenciações ajustadas. Desse modo, evita-se uma rigidez sem sentido prático do princípio da igualdade de tratamento. Os autores interpretam, portanto, esta regulamentação como uma proibição da arbitrariedade. Em sentido semelhante, igualmente Grundmann, S., op. cit. (nota 20), n.º 325, p. 146; Bujalka, E., *Der Schutz von Minderheitsaktionären bei Umstrukturierungen im deutschen und slowakischen Aktienrecht*, Frankfurt am Main 2006, p. 56; Castellano Ramírez, M. J., «Aumento del capitale sociale», *Armonie e disarmonie nel diritto comunitario delle società di capitali*, Volume 1, Milão 2003, p. 837. Tal como explica Vásquez Albert, D., *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas* (publicado por Ignacio Arroyo e José Miguel Embid), Volume II, artigo 159.º, p. 1671 e segs., a Lei das Sociedades Anónimas espanhola não contém expressamente o princípio da igualdade de tratamento, que tem sido desenvolvido principalmente pela doutrina, a partir do raciocínio jurídico do artigo 42.º da Directiva 77/91. Na opinião do autor, o princípio da igualdade de tratamento não exige um tratamento idêntico de todos os accionistas. Apenas proíbe tratamentos desiguais arbitrários ou discriminatórios, mas não proíbe tratamentos desiguais objectivamente justificados. O autor é de opinião que uma violação do princípio da igualdade de tratamento em caso de aumento de capital apenas surge, por exemplo, quando uma parte das novas acções é emitida apenas para uma parte dos accionistas com exclusão dos restantes accionistas e acções.

22 — Esta seria, no entanto, uma condição de aplicabilidade do princípio da igualdade de tratamento do direito societário, porque aquele princípio apenas se aplica, basicamente, às relações societárias entre a sociedade anónima e os seus accionistas (v. Hefermehl, W./Bungeroth, E., op. cit. (nota 20), § 53 a, n.º 19, p. 16).

de um desenvolvimento típico dos mercados financeiros.

63. No que respeita à possibilidade avançada pela Comissão de fixação de um preço de emissão das novas acções mesmo inferior ao preço de mercado, há que objectar, antes de mais, que a sua argumentação sofre do vício da parcialidade, porque ao que parece a Comissão parte do princípio de que uma diferença de tratamento entre antigos e novos accionistas apenas é concebível quando o preço ao qual os actuais accionistas adquiriram as suas acções correspondia exactamente ao preço de mercado, ao passo que só os novos accionistas beneficiam de um desconto. Pelo contrário, a Comissão não se manifesta sobre uma eventual aplicabilidade do princípio da igualdade de tratamento às variantes igualmente possíveis, segundo as quais terceiros adquirem novas acções a um preço que chega a ultrapassar o valor de mercado ou os próprios actuais accionistas adquiriram as suas acções abaixo do valor de mercado.

64. Há que ter em consideração, além disso, que uma eventual fixação do preço de emissão de novas acções mesmo abaixo do valor de mercado é admitida não apenas segundo a regulamentação espanhola controvertida, mas também segundo as disposições aplicáveis dos outros Estados-Membros, o que a Comissão reconhece expressamente na sua contestação [23]. É o caso dos ordenamentos jurídicos da Alemanha [24], França [25], Itália [26], Eslovénia [27] e do Reino Unido [28].

65. Além disso, há que ter em conta o argumento avançado pelos governos espanhol e polaco, segundo o qual a Directiva 77/91 e a LSA prevêem garantias destinadas a evitar a

23 — V. n.º 16 da contestação.

24 — Nos termos do § 186, n.º 3, quarta frase, da Lei das sociedades anónimas alemã («Aktiengesetz»), o montante da emissão não pode ser «substancialmente inferior» à cotação. O § 255, n.º 1, da Lei das sociedades anónimas alemã permite uma impugnação do aumento de capital por entradas. Segundo esta disposição, quando tenha sido total ou parcialmente excluído o direito de preferência dos accionistas, a impugnação pode basear-se no facto de o montante da emissão ou o montante mínimo resultante da deliberação de aumento, abaixo do qual as novas acções não podem ser emitidas, ser «desproporcionadamente baixo». Daí pode concluir-se que no direito alemão é perfeitamente possível uma redução dentro de limites estritos (neste sentido, Schlitt, M./Seiler, O., «Aktuelle Rechtsfragen bei Bezugsrechtsemissionen», *Wettbewerb in Recht und Praxis* [2003], tomo 45, p. 2176).

25 — O artigo 7.º do Decreto n.º 2005-112 de 10 de Fevereiro de 2005 que altera o artigo 155-5 do Decreto n.º 67-236 de 23 de Março de 1967 relativo às sociedades comerciais e aos valores mobiliários emitidos pelas sociedades comerciais (*Décret n.º 2005-112 du 10 février 2005 modifiant le décret n.º 67-236 du 23 mars 1967 sur les sociétés commerciales et relatif aux valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales, Journal Officiel de la Republique Française* n.º 36 de 12 de Fevereiro de 2005, p. 2404, Texto n.º 30) dispõe que o preço de emissão deve corresponder, pelo menos, ao valor médio da cotação resultante das últimas três sessões da bolsa anteriores à respectiva fixação, eventualmente «com uma redução máxima de 5%».

26 — O artigo 2441.º, n.º 6, do Código Civil italiano (Codice Civile), dispõe que o preço de emissão deve ter em conta a cotação no último semestre.

27 — Em conformidade com o artigo 400.º, n.º 2, da Lei das sociedades comerciais eslovena (*Zakon o gospodarskih družbah*) a impugnação pode basear-se no facto de o montante da emissão ou o montante mínimo abaixo do qual as acções não podem ser emitidas, resultante da deliberação de aumento, ser «desproporcionadamente baixo» (v. Kocbek, M., *Veliki komentar Zakona o gospodarskih družbah / ZGD-1* [publicado por Marijan Kocbek], 2.º volume, Ljubljana 2007, artigo 400.º, p. 738 e segs.).

28 — Segundo as «Guidelines» do chamado «Pre-emption Group», ao qual pertencem a bolsa de Londres (London Stock Exchange), bem como diversas sociedades cotadas e bancos, são admissíveis, em regra, reduções de 5% do valor de mercado. No entanto, não são excluídas reduções maiores (v. Myners, P., *Pre-emption rights on a public company's ability to raise new capital*, 8 de Fevereiro de 2005, p. 47, acessível em http://www.berr.gov.uk/files/file28436.pdf). Apesar de as «Guidelines» não serem juridicamente vinculativas, na maioria dos casos são seguidas (v., a este respeito, Gower e Davies, *The Principles of Modern Company Law*, 7.ª edição, Londres 2003, p. 637).

fixação de um preço de emissão muito abaixo do valor de mercado. Como já se referiu, a Directiva 77/91 deixa essa decisão à assembleia geral [29]. Nos termos do artigo 29.º, n.º 4, da Directiva 77/91, o órgão de direcção ou de administração deve apresentar a essa assembleia um relatório escrito que indique os motivos para limitar ou suprimir o direito de preferência e justifique o preço de emissão proposto. O artigo 159.º da LSA, com efeito, vai além destas indicações do direito comunitário, ao exigir ainda o relatório de um revisor oficial de contas designado pelo registo comercial especialmente para o efeito, que deve conter os seguintes elementos: (1) uma apreciação da razoabilidade do valor da acção, (2) uma apreciação do valor dos direitos de preferência excluídos e (3) um controlo do rigor dos dados contidos no relatório da administração.

66. Ao contrário do que sustenta a Comissão, a decisão sobre a exclusão do direito de preferência e a forma da emissão não depende inteiramente do arbítrio da assembleia geral. Tal como o dever de apresentar um relatório escrito nos termos do artigo 29.º, n.º 4, da Directiva 77/91, os demais deveres de informação introduzidos pelo direito nacional visam designadamente assegurar que a decisão tenha uma fundamentação objectiva, no interesse dos accionistas e dos credores [30].

Independentemente da questão de saber se os relatórios são juridicamente vinculativos ou não, a assembleia geral tem de efectuar essa deliberação necessariamente no próprio interesse dos accionistas com base nos relatórios que lhe tiverem sido apresentados. Por conseguinte, as exigências rigorosas para a emissão de novas acções [31] nos termos do artigo 159.º da LSA visam a protecção dos accionistas e não podem, portanto, ser consideradas como meras disposições processuais [32]. Devem sobretudo ser consideradas como garantias adicionais para evitar a fixação de um preço de emissão desproporcionadamente baixo.

29 — V. n.º 56 das presentes conclusões.

30 — V. igualmente Bagel, F., *Der Ausschluss des Bezugsrechts in Europa*, Colónia 1999, p. 352, segundo o qual o artigo 29.º, n.º 4, da Directiva 77/91 pressupõe, através da introdução da obrigação de apresentação de um relatório, que a deliberação da assembleia geral tenha uma fundamentação objectiva.

31 — Em meu entender, estas disposições são compatíveis com o direito comunitário, uma vez que estabelecem condições mais rigorosas de protecção do direito de preferência dos accionistas. Segundo a jurisprudência do Tribunal de Justiça, esta é uma condição da Directiva 77/91 para a aceitação de regulamentações mais rigorosas pelos Estados-Membros. Isto resulta do acórdão Siemens/Nold, já referido na nota 8, n.º 22. O objecto do processo era um pedido de decisão prejudicial apresentado pelo Bundesgerichtshof, que submeteu ao Tribunal de Justiça a questão de saber se a sua jurisprudência anterior relativa à exclusão do direito de preferência se coadunava com o direito comunitário. O Bundesgerichtshof exigia desde 1978, ou seja, após a entrada em vigor da Directiva 77/91, uma ponderação entre os interesses da minoria e da maioria e estabeleceu a exigência de que a exclusão do direito de preferência tinha de ser necessária e proporcionada. Esta questão obteve resposta afirmativa do Tribunal de Justiça, tendo em consideração a compatibilidade com o objectivo de protecção da directiva.

32 — Neste sentido, igualmente Grechenig, K., op. cit., (nota 13), p. 135 a 137, que relaciona o regime do artigo 159.º da LSA relativamente à exclusão do direito de preferência, às obrigações de apresentação de relatórios da sociedade à assembleia geral e à fixação do preço de emissão com a protecção dos accionistas. Bagel, F., op. cit. (nota 29), p. 353, indica que os Estados-Membros estabeleceram condições formais e materiais de exclusão do direito de preferência que vão além das enumeradas no artigo 29.º, n.º 4, da Directiva 77/91. Mas, em sua opinião, as exigências acrescidas quanto à obrigação de apresentação de relatórios e aos relatórios complementares não violam a directiva, reforçando precisamente a protecção dos accionistas e dos credores. Isto corresponde igualmente à opinião de 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, p. 249, segundo a qual o conteúdo do artigo 29.º, n.º 4, da Directiva 77/91 não se esgota na regulamentação dos aspectos formais, mas tem igualmente em consideração as circunstâncias materiais que visam a protecção dos sócios minoritários, tais como a obrigação da direcção de apresentação de um relatório à assembleia geral sobre os motivos da exclusão do direito de preferência no aumento de capital por entradas em dinheiro e de explicar o valor de emissão proposto.

67. Em face do exposto, não se vê em que medida o artigo 159.º da LSA possa opor-se ao artigo 42.º conjugado com o artigo 29.º, n.os 1 e 4, da Directiva 77/91.

68. Por conseguinte, o primeiro fundamento deve ser julgado improcedente.

2. Quanto ao segundo fundamento

69. Com o seu segundo fundamento, a Comissão acusa uma violação do artigo 29.º, n.º 1, da Directiva 77/91, sustentando que o artigo 158.º, n.º 1, da LSA, confere não apenas aos accionistas, mas também aos titulares de obrigações convertíveis o direito de preferência na subscrição de acções em caso de aumento de capital subscrito por entradas em dinheiro.

70. Há que concordar com a Comissão em que, na medida em que o artigo 158.º, n.º 1, da LSA, confere igualmente aos titulares de obrigações convertíveis um direito de preferência, em desconformidade com o artigo 29.º, n.º 1, da Directiva 77/81, que apenas tem em conta os accionistas [33], se verifica uma contradição, pelo menos literal, com a disposição da directiva [34] o que aponta no sentido de uma violação do direito comunitário.

71. O Governo espanhol admite esta contradição literal [35], mas objecta que o artigo 29.º, n.º 1, da Directiva 77/91 menciona uma oferta de novas acções «com preferência» aos accionistas e não «exclusivamente» aos accionistas. Além disso, o Governo espanhol recusa uma interpretação literal e defende, em vez disso, uma interpretação orientada para os objectivos da Directiva 77/91 e os interesses da sociedade, que inclui os titulares de obrigações convertíveis no círculo das pessoas com direito de subscrição ao abrigo do artigo 29.º, n.º 1, da Directiva 77/91.

33 — Do ponto de vista do direito comparado, verifica-se que o artigo 29.º, n.º 1, da Directiva 77/91 foi transposto na Alemanha pelos § 186 e § 221, n.º 4, da Lei das sociedades anónimas alemã («Aktiengesetz»), de 6 de Setembro de 1965 (Bundesgesetzblatt I, p. 1089, alterado por último pelo artigo 11.º da Lei de 16 de Julho de 2007 [Bundesgesetzblatt I, p. 1330]), e na Áustria pelos § 153 e § 174 da Lei federal de 31 de Março de 1965 sobre sociedades anónimas (Bundesgesetzblatt n.º 98/1965, alterado por último pelo Bundesgesetzblatt I Nr. 42/2001). Segundo estas disposições, o direito de preferência sobre as novas acções e obrigações convertíveis cabe exclusivamente aos accionistas.

34 — Vásquez Albert, D., op. cit. (nota 7), p. 1698; Pisani Massamormile, A., op. cit (nota 9), p. 714, e Castellano Ramírez, M. J., op. cit. (nota 21), p. 825, 829, verificam com razão que o artigo 29.º, n.º 1, da Directiva 77/91, ao contrário do artigo 158, n.º 1, da LSA, não confere aos titulares de obrigações convertíveis um direito de preferência na subscrição. Castellano Ramírez esclarece que a extensão deste direito aos titulares de obrigações convertíveis foi uma decisão do próprio legislador espanhol, que não foi tomada tendo em consideração a transposição da Directiva 77/91.

35 — V. n.º 39 da contestação.

72. Em meu entender, uma interpretação como a que propõe o Governo espanhol não se defronta apenas com a redacção clara do artigo 29.º, n.º 1, da Directiva 77/91. Também não encontra apoio numa interpretação sistemática ou teleológica desta disposição.

73. O artigo 29.º, n.º 1, da Directiva 77/91 dispõe claramente que em todos os aumentos do capital subscrito, as acções devem ser oferecidas com preferência aos accionistas, «proporcionalmente à parte do capital representada pelas suas acções». Tal como sustenta a Comissão, com razão, as obrigações convertíveis não pertencem, de facto, ao capital da sociedade. Daí resulta, desde logo, a impossibilidade de uma atribuição proporcional das acções aos titulares de obrigações convertíveis.

74. Ao contrário da tese do Governo espanhol, o conceito de «accionista» na acepção do artigo 29.º, n.º 1, da Directiva 77/91 não deve ser entendido no sentido de abranger igualmente os titulares de obrigações convertíveis. Uma comparação entre o artigo 29.º, n.º 1, e o artigo 29.º, n.º 6, da Directiva 77/91 permite reconhecer que o legislador comunitário, ao regular o direito de preferência dos accionistas, conhecia perfeitamente a existência de obrigações convertíveis e títulos de crédito semelhantes, dado que o artigo 29.º, n.º 6, da Directiva 77/91 menciona «títulos convertíveis em acções». Se os titulares de obrigações convertíveis devessem ser considerados igualmente como accionistas, a disposição seria supérflua.

75. Tal como o Governo espanhol alega, com razão, o artigo 29.º, n.º 1, da Directiva 77/91 não refere uma oferta «exclusiva» de novas acções aos accionistas. Também não é este o sentido e o objectivo do direito de preferência dos accionistas, que é objecto do presente processo. Nessa medida, as afirmações do Governo espanhol estão erradas. Trata-se antes da atribuição de uma posição jurídica [36] que por força da lei permite que os accionistas, em caso de aumento de capital, adquiram prioritariamente as acções a serem emitidas. A directiva impõe ao legislador espanhol a obrigação de criar as condições legais para que esta posição prioritária se imponha, por meio da transposição para o direito nacional. Isto corresponde à sua obrigação de assegurar a eficácia prática das directivas tendo em conta o objectivo prosseguido [37]. Estas condições legais não estão reunidas quando os titulares de obrigações convertíveis podem pôr em causa o direito de preferência dos accionistas, não prevalecendo, deste modo, o direito dos accionistas expressamente protegido pela directiva [38].

36 — Na opinião de Natterer, op. cit. (nota 8), p. 68, o direito de preferência, pelo contrário, não necessita de nenhuma medida legislativa. O direito de preferência, numa perspectiva teórica, é sobretudo o direito inerente a um membro de uma pessoa colectiva que tem por base o capital.

37 — Segundo jurisprudência constante, a transposição de uma directiva deve garantir efectivamente a sua plena aplicação (v., neste sentido, entre outros, acórdãos de 9 de Setembro de 1999, Comissão/Alemanha, C-217/97, Colect., p. I-5087, n.º 31, de 16 de Novembro de 2000, Comissão/Grécia, C-214/98, Colect., p. I-9601, n.º 49, e de 11 de Julho de 2002, Marks & Spencer, C-62/00, Colect., p. I-6325, n.º 26).

38 — V., a título comparativo, a situação jurídica na Alemanha e na Áustria. Em conformidade com os artigos 187.º da Lei das sociedades anónimas alemã e 154.º da Lei das sociedades anónimas austríaca podem ser garantidos direitos de preferência na subscrição de novas acções aos titulares de obrigações convertíveis, mas apenas sob reserva do direito de preferência dos accionistas. Esta regulamentação contribui para que o direito de preferência dos accionistas não seja prejudicado.

76. O artigo 158.º, n.º 1, da LSA, opõe-se ao objectivo do artigo 29.º, n.º 1, da Directiva 77/91, de garantir o direito de preferência do accionista. Tal como se mencionou de início, este direito visa proteger o accionista de uma diluição da sua participação no capital social da sociedade anónima [39]. Este objectivo é frustrado se os titulares de obrigações convertíveis obtiverem igualmente um direito de preferência e, portanto, entrarem em concorrência com os accionistas na emissão de novas acções no quadro de um aumento do capital social [40].

77. O exercício deste direito possibilita-lhes, designadamente, a aquisição de uma participação no capital social sem terem de converter previamente as suas obrigações em acções. Em consequência disso, os accionistas correm o risco de verem diluída a sua participação a favor dos titulares de obrigações convertíveis, apesar de os últimos, em determinadas circunstâncias, não preencherem as condições estabelecidas pela assembleia geral para a conversão das suas obrigações. O risco de uma redução da participação e, portanto, de a posição dos accionistas piorar, existe precisamente quando os titulares de obrigações convertíveis preenchem as condições para uma conversão em acções, dado que nesse caso dispõem de duas possibilidades diferentes de adquirirem participações na sociedade. A consequência disso seria um favorecimento dos titulares de obrigações convertíveis em prejuízo dos accionistas [41].

78. Resulta das considerações acima expostas que o artigo 158.º, n.º 1, da LSA, ao conferir não apenas aos accionistas, mas também aos titulares de obrigações convertíveis o direito de preferência na subscrição de acções em caso de aumento do capital subscrito por entradas em dinheiro, viola quer a letra quer o objectivo do artigo 29.º, n.º 1, da Directiva 77/91.

79. Por conseguinte, o segundo fundamento é procedente.

3. Quanto ao terceiro fundamento

80. No seu terceiro fundamento, a Comissão alega uma violação do artigo 29.º, n.º 6, conjugado com o artigo 29.º, n.º 1, da Directiva

39 — V. n.º 45 das presentes conclusões.

40 — Na opinião de Grechenig, K., op. cit. (nota 9), n.º 4, p. 583, o direito de preferência dos accionistas é nitidamente restringido quando outros investidores dispõem de direitos equivalentes. Castellano Ramírez, M. J., op. cit. (nota 21), p. 829, nota 135, vê em determinadas circunstâncias um desfavorecimento dos accionistas, quando as suas possibilidades de aquisição de novas acções são reduzidas devido à concorrência dos titulares de obrigações convertíveis. A autora remete para a crítica a esta regulamentação na doutrina espanhola.

41 — Alonso Espinosa, F. J., *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas* (ed. por Ignacio Arroyo e José Miguel Embid), Volume III, artigos 292.º, 293.º e 294.º, p. 2815, adverte também para o perigo de um favorecimento excessivo dos titulares de obrigações convertíveis em prejuízo dos accionistas.

77/91, uma vez que o artigo 293.º, n.º 2, da LSA confere não apenas aos accionistas, mas também aos titulares de obrigações convertíveis pertencentes a emissões anteriores o direito de preferência na subscrição de obrigações convertíveis.

81. Tal como já anteriormente constatámos, o artigo 29.º, n.º 1, da mesma directiva confere apenas aos accionistas o direito de preferência na subscrição de acções. Resulta ainda do artigo 29.º, n.º 6, da Directiva 77/91, que os n.os 1 a 5 são aplicáveis à emissão de todos os títulos de crédito que possam ser convertidos em acções. Esta remissão para o artigo 29.º, n.º 1, deve ser entendida no sentido de que a Directiva 77/91 confere o direito de preferência na subscrição de obrigações convertíveis unicamente aos accionistas [42].

82. Pelo contrário, o artigo 293.º, n.º 2, da LSA atribui o mesmo direito aos titulares de obrigações convertíveis pertencentes a emissões anteriores. Por conseguinte, há que constatar aqui também que a legislação nacional vai além do disposto na Directiva 77/91. O facto de ir além do quadro regulamentar estabelecido pelo direito comunitário constitui sem dúvida uma violação da Directiva 77/91, dado que produz efeitos em desfavor dos accionistas.

83. Em conformidade com a situação descrita no quadro do segundo fundamento, existe, mesmo igualmente no que respeita à aquisição de obrigações convertíveis, uma relação de concorrência entre os accionistas e os titulares de obrigações convertíveis pertencentes a emissões anteriores. Nessa medida, as minhas observações quanto ao segundo fundamento são, *mutatis mutandis*, aplicáveis.

84. O terceiro fundamento é, por conseguinte, procedente.

4. Quanto ao quarto fundamento

85. No seu quarto fundamento, a Comissão alega uma violação do artigo 29.º, n.º 6, conjugado com o artigo 29.º, n.º 4, da Directiva 77/91, porque a LSA não prevê que a assembleia geral possa deliberar a exclusão do direito de preferência na subscrição de obrigações convertíveis.

86. O artigo 29.º, n.º 4, da Directiva 77/91 dispõe que a assembleia geral pode, em determinadas condições, deliberar a exclusão do direito de preferência dos accionistas. Nos termos do artigo 29.º, n.º 6, da Directiva 77/91, esta disposição é igualmente aplicável ao direito de subscrição dos accionistas no que se refere à emissão de títulos convertíveis em acções.

42 — Neste sentido, igualmente Vásquez Albert, D., op. cit. (nota 7), p. 1698.

87. Quanto à transposição das disposições comunitárias acima referidas para o direito espanhol, constata-se que o artigo 159.º da LSA prevê expressamente o direito da assembleia geral de deliberar a exclusão do direito de preferência. Pelo contrário, o artigo 293.º da LSA, que confere aos accionistas da sociedade o direito de preferência na subscrição de obrigações convertíveis, não prevê o mesmo direito da assembleia geral de exclusão do direito de preferência na subscrição relativamente a estes títulos. Designadamente, nos termos do artigo 293.º, n.º 3, da LSA, ao direito de preferência na subscrição de obrigações convertíveis é aplicável o artigo 158.º desta lei, mas esta remissão não se estende ao artigo 159.º da LSA. Neste contexto, há que dar razão à Comissão: a LSA espanhola, como acto de transposição de um Estado-Membro, afasta-se, pelo menos do ponto de vista literal, do disposto na directiva.

88. As alegações do Governo espanhol, segundo as quais uma interpretação sistemática das disposições da LSA permite concluir que o direito societário espanhol prevê a exclusão do direito de preferência na subscrição de obrigações convertíveis, não podem infirmar esta conclusão. O Governo espanhol omitiu, em especial, uma explicação sobre o motivo pelo qual o artigo 293.º, n.º 3, da LSA não remete directamente para a regra central do artigo 159.º da LSA relativa à exclusão do direito de preferência, o que iria no sentido da interpretação que defende.

89. Estou ciente de que na análise da questão de saber se uma disposição do direito nacional se opõe ao direito comunitário é determinante não apenas a redacção desta disposição, mas deve, além disso, ter-se em conta a interpretação que dela fazem os tribunais nacionais [43]. A jurisprudência de um Estado-Membro, pelo facto de constituir a interpretação vinculativa da lei para todos os sujeitos de direito, revela-se uma medida indispensável para a apreciação da conformidade da transposição com o direito comunitário e para a interpretação do direito nacional. Com efeito, o Governo espanhol nada alegou que pudesse indicar a existência de uma interpretação da LSA conforme com o direito comunitário por parte do Supremo Tribunal nem sobre a opinião dominante na doutrina [44]. Em vez disso, invocou a sua própria interpretação da lei, sem eliminar inteiramente as dúvidas que subsistem sobre a transposição correcta da directiva. Portanto, segundo as regras processuais relativas ao ónus de alegação e de prova,

43 — Lenaerts, K./Arts, D./Maselis, I., *Procedural Law of the European Union*, 2.ª edição, Londres 2006, n.ºs 5-056, p. 162, indicam que o alcance das leis, regulamentos ou actos administrativos nacionais deve ser apreciado à luz da interpretação que os tribunais nacionais lhes atribuem. A interpretação conforme com o direito comunitário do direito nacional foi objecto de um pedido de decisão prejudicial do supremo tribunal alemão (Bundesgerichtshof) no processo C-42/95, Siemens/Nold.

44 — De facto, alguns autores espanhóis parecem ter defendido a opinião segundo a qual o direito de preferência na subscrição de obrigações convertíveis não pôde ser excluído com base na falta de remissão do artigo 293.º, n.º 3, para o artigo 159.º da LSA (nesse sentido, por exemplo, Vicent Chulia, F., *Compendio crítico de derecho mercantil*, 3.ª edição, Barcelona 1991, p. 800). Actualmente, a maioria da doutrina espanhola é manifestamente favorável a uma interpretação sistemática e teleológica destas normas, ou pelo menos a uma aplicação analógica do artigo 159.º da LSA ao direito de preferência na subscrição dos titulares de obrigações convertíveis (v. Alonso Espinosa, F. J., op. cit. (nota 40), artigo 293.º, p. 2818 e segs.; Grechenig, K., op. cit. (nota 9), n.º 4, p. 584). Com efeito, a aplicação analógica pressupõe, como é sabido, a existência de uma lacuna da regulamentação contrária à intenção da lei. Mas a Comissão alega precisamente, com a sua acção, a existência de uma lacuna da lei.

a sua afirmação não se pode considerar suficientemente fundada.

90. Independentemente disso, partilho a opinião da Comissão, segundo a qual as regulamentações do Estado-Membro acima referidas carecem, com efeito, de um mínimo de clareza e definição e, por conseguinte, não cumprem as exigências de segurança jurídica e de clareza.

91. É certo que a transposição de uma directiva para o direito nacional não exige necessariamente que as suas disposições sejam reproduzidas formal e literalmente numa disposição legal expressa e específica [45]. . Com efeito, segundo jurisprudência constante, os Estados-Membros devem criar, para garantir a plena aplicação das directivas não só no plano jurídico como também na prática, um enquadramento legal preciso no domínio em causa, através de disposições jurídicas susceptíveis de criar uma situação precisa, clara e transparente que permita aos particulares conhecer os respectivos direitos e invocá-los perante os órgãos jurisdicionais nacionais [46]. Pelo facto de não resultar claramente do artigo 293.º, n.º 3, da LSA, que a assembleia geral pode deliberar a exclusão do direito de preferência na subscrição de obrigações convertíveis, o legislador espanhol não transpôs correctamente o artigo 29.º, n.º 6, conjugado com o artigo 29.º, n.º 4, da Directiva 77/91.

92. Portanto, este fundamento é também procedente.

VII — Quanto às despesas

93. Nos termos do artigo 69.º, n.º 2, do Regulamento de Processo, a parte vencida é condenada nas despesas. Uma vez que o Reino de Espanha foi vencido, no essencial dos seus argumentos, há que condená-lo nas despesas.

45 — Acórdãos de 15 de Março de 1990, Comissão/Países Baixos (C-339/87, Colect., p. I-851, n.º 25), de 28 de Fevereiro de 1991, Comissão/Alemanha (C-131/88, Colect., p. I-825, n.º 8) e de 30 de Maio de 1991, Comissão/Alemanha (C-59/89, Colect., p. I-2607, n.º 18).

46 — V., neste sentido, quanto às directivas, acórdãos de 28 de Fevereiro de 1991, Comissão/Itália (C-360/87, Colect., p. I-791, n.º 12), e de 15 de Junho de 1995, Comissão/Luxemburgo (C-220/94, Colect., p. I-1589, n.º 10). V. ainda acórdãos de 18 de Janeiro de 2001, Comissão/Itália (C-162/99, Colect., p. I-541, n.º os 22 a 25), e de 6 de Março de 2003, Comissão/Luxemburgo (C-478/01, Colect., p. I-2351, n.º 20).

VIII — Conclusão

94. Tendo em conta as considerações precedentes, proponho ao Tribunal de Justiça que declare

— que o Reino de Espanha, não tendo transposto correctamente a Directiva 77/91, não cumpriu as obrigações decorrentes desta directiva, em especial as que resultam

a) do seu artigo 29.º, n.º 1, na medida em que confere não apenas aos accionistas, mas também aos titulares de obrigações convertíveis o direito de preferência na subscrição de acções em caso de aumento do capital subscrito por entradas em dinheiro;

b) do seu artigo 29.º, n.º 6, conjugado com o artigo 29.º, n.º 1, na medida em que confere não apenas aos accionistas mas também aos titulares de obrigações convertíveis pertencentes a emissões anteriores o direito de preferência na subscrição de obrigações convertíveis;

c) do seu artigo 29.º, n.º 6, conjugado com o artigo 29.º, n.º 4, na medida em que não prevê que a assembleia geral possa deliberar a exclusão do direito de preferência na subscrição de obrigações convertíveis;

— que, quanto ao resto, a acção é improcedente;

— o Reino de Espanha é condenado nas despesas.