CONCLUZIILE AVOCATULUI GENERAL
VERICA TRSTENJAK
prezentate la 4 septembrie 2008 [1]

I — Introducere

1. Obiectul prezentei cauze îl constituie o acțiune în constatarea neîndeplinirii obligațiilor, formulată de Comisie în temeiul articolului 226 CE, prin care se solicită Curții de Justiție a Comunităților Europene să constate că Regatul Spaniei nu și-a îndeplinit obligațiile care îi revin în temeiul articolelor 29 și 42 din Directiva 77/91/CEE a Consiliului din 13 decembrie 1976 [2] (denumită în continuare „Directiva 77/91") prin transpunerea greșită a dispozițiilor directivei în sistemul său de drept intern.

2. Acțiunea are ca obiect diferite aspecte ale dreptului de preempțiune al acționarilor, în contextul majorărilor de capital subscrise prin aporturi în numerar, în special condițiile juridice ale unei retrageri a dreptului de preempțiune, compatibilitatea cu dreptul comunitar a unei reglementări naționale care acordă un astfel de drept și deținătorilor de obligațiuni convertibile în acțiuni [3], precum și condițiile reglementate de dreptul comunitar care trebuie respectate la stabilirea prețului de emisiune al noilor acțiuni.

II — Cadrul juridic

A — *Dreptul comunitar*

3. Temeiul juridic al Directivei 77/91 este articolul 44 alineatul (2) litera (g) CE, potrivit

1 — Limba originală: germana.

2 — A doua directivă 77/91/CEE a Consiliului din 13 decembrie 1976 de coordonare, în vederea echivalării, a garanțiilor impuse societăților comerciale în statele membre, în înțelesul articolului 58 al doilea paragraf din tratat, pentru protejarea intereselor asociaților sau terților, în ceea ce privește constituirea societăților comerciale pe acțiuni și menținerea și modificarea capitalului acestora (JO 1977, L 26, p. 1, Ediție specială, 17/vol. 1, p. 8).

3 — Obligațiunile convertibile în acțiuni sunt obligațiuni prin care se acordă creditorului, pe lângă dreptul de rambursare, dreptul de a converti obligațiunile în acțiuni sau de a subscrie acțiuni noi, ca drept special de participare la profit (a se vedea Nagele, N., *Kommentar zum Aktiengesetz* [Ed. Jabornegg, P., și Strasser, R.], ediția a 4-a, Viena, 2002, partea a III-a [§§ 145-273 AktG], punctul 5, p. 5, Peifer, K.-N., *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, ediția a 2-a, 2005, § 186 AktG, punctul 33, Hüffer, U., *Aktiengesetz*, ediția a 8-a, volumul 53, § 160 AktG, punctul 12, Holland, B., „Die Bedienung von Wandelanleihen aus genehmigtem Kapital", în *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht*, 2006, volumul 23, p. 892, și Kocbek, M., *Veliki komentar Zakona o gospodarskih družbah/ZGD-1* [Ed. Marijan Kocbek], volumul 2, Ljubljana, 2007, articolul 371, p. 664 și următoarele). Din punct de vedere financiar, obligațiunile convertibile în acțiuni constituie titluri hibride, deoarece acestea asigură inițial, în calitate de obligațiuni, un venit fix și, în cazul conversiei lor, un venit variabil (a se vedea Tapia Hermida, A. J., „Obligaciones convertibles", în *Diccionario de Derecho de Sociedades* [Ed. Carmen Alonso Ledesma], Madrid, 2006, p. 820 și următoarele).

căruia Consiliul și Comisia coordonează garanțiile solicitate de statele membre societăților pentru a proteja deopotrivă interesele asociaților și ale terților.

4. Al doilea și al cincilea considerent cuprinse în Directiva 77/91 prevăd:

„întrucât coordonarea dispozițiilor de drept intern privind constituirea societăților comerciale pe acțiuni și menținerea, majorarea și reducerea capitalului lor este deosebit de importantă pentru a asigura o protecție minimă echivalentă atât pentru acționarii, cât și pentru creditorii societăților în cauză;

[…]

întrucât, având în vedere obiectivele articolului [44 alineatul (2) litera (g) CE], este necesar ca, în cazul majorării și reducerii capitalului, legislațiile statelor membre să asigure respectarea și armonizarea punerii în aplicare a principiilor care garantează tratamentul egal al acționarilor aflați în condiții identice și protecția titularilor de creanțe anterioare deciziei de reducere a capitalului”.

5. Articolul 29 din Directiva 77/91 prevede următoarele:

„(1) Ori de câte ori majorarea de capital are loc prin aporturi în numerar, acționarii trebuie să beneficieze, proporțional cu capitalul reprezentat de acțiunile deținute de aceștia, de dreptul de preempțiune asupra acțiunilor emise.

[…]

(4) Dreptul de preempțiune nu poate fi limitat sau retras prin statut sau actul constitutiv. Cu toate acestea, adunarea generală poate decide cu privire la aceasta [a se citi «poate decide în sens contrar»]. Organul de administrare sau de conducere trebuie să prezinte acestei adunări un raport scris motivând limitarea sau retragerea dreptului de preempțiune, justificând prețul de emisiune propus. Adunarea generală hotărăște în conformitate cu normele privind cvorumul și majoritatea prevăzute la articolul 40. […]

[…]

(6) Dispozițiile alineatelor (1)-(5) se aplică pentru emisiunea tuturor titlurilor converti-

bile în acțiuni sau care conferă dreptul de subscriere de acțiuni, dar nu și pentru conversia titlurilor în cauză sau exercitarea dreptului de subscriere."

6. Articolul 42 din Directiva 77/91 prevede următoarele:

„În scopul punerii în aplicare a prezentei directive, prin actele cu putere de lege ale statelor membre se asigură tratamentul egal al tuturor acționarilor aflați în condiții identice."

„În cazul în care capitalul social este majorat prin emisiunea de noi acțiuni, ordinare sau privilegiate, vechii acționari și deținătorii de obligațiuni convertibile pot exercita, în termenul pe care administrația îl acordă societății în acest scop, și care, în cazul societăților cotate la bursă, nu poate fi mai scurt de 15 zile și, în toate celelalte cazuri, mai scurt de o lună de la publicarea anunțului cu oferta de subscriere pentru emisiunea de acțiuni în *Boletín Oficial del Registro Mercantil*, dreptul de a subscrie un număr de acțiuni proporțional cu valoarea nominală a acțiunilor pe care le posedă deja sau, în cazul deținătorilor de obligațiuni, a acelora pe care le-ar poseda dacă și-ar exercita în acel moment posibilitatea de conversiune."

B — *Dreptul național*

7. Directiva 77/91 a fost transpusă în dreptul spaniol prin articolele 158, 159 și 293 din Decretul regal legislativ 1564/1989 din 22 decembrie 1989 de modificare a Legii privind societățile comerciale pe acțiuni (Ley de Sociedades Anónimas, denumită în continuare „LSA").

8. Articolul 158 alineatul 1 din LSA recunoaște dreptul de preemțiune în contextul majorării capitalului societăților comerciale pe acțiuni prin emisiunea de noi acțiuni:

9. Articolul 159 din LSA reglementează retragerea dreptului de preempțiune prevăzut la articolul 158 din LSA:

„1. În cazul în care interesul societății impune aceasta, adunarea generală, în cazul în care decide o majorare de capital, poate să aprobe retragerea totală sau parțială a dreptului de preempțiune la subscriere. În acest scop, adunarea generală este obligată să respecte dispozițiile articolului 144 și să se asigure că:

a) La convocarea adunării, se indică propunerea de retragere a dreptului de preempțiune și tipul de emisiune de acțiuni.

b) Odată cu convocarea adunării, se pune la dispoziția acționarilor raportul administratorilor menționat la articolul 144 alineatul 1 litera c), care trebuie să motiveze în detaliu propunerea și tipul de emisiune de acțiuni prin indicarea persoanelor cărora le vor fi destinate, precum și un raport elaborat, sub responsabilitatea administratorilor, de către un auditor, altul decât cel însărcinat cu verificarea conturilor societății și desemnat în acest scop de registrul comerțului, cu privire la valoarea rezonabilă a acțiunilor societății, la valoarea teoretică a drepturilor de preempțiune la subscriere a căror exercitare se propune a fi retrasă și la caracterul rezonabil al datelor cuprinse în raportul administratorilor;

c) Valoarea nominală a acțiunilor care urmează a fi emise, majorată, dacă este cazul, cu cuantumul primei de emisiune, corespunde valorii rezonabile care rezultă din raportul auditorilor. În cazul unei societăți comerciale cotate la bursă, prin valoare rezonabilă se înțelege valoarea de piață, care se calculează pe baza cursului bursei, cu excepția cazurilor în care este justificată altă valoare.

Cu toate acestea, în cazul societăților cotate la bursă, după ce se pune la dispoziția adunării acționarilor raportul administratorilor și raportul auditorului prevăzut la litera b) de mai sus, rapoarte care trebuie să precizeze în acest caz valoarea de activ netă a acțiunilor, adunarea acționarilor poate să stabilească liber prețul de emisiune al noilor acțiuni, cu condiția ca acesta să fie superior valorii de activ netă a acțiunilor respective, astfel cum rezultă aceasta din raportul auditorului menționat. De asemenea, adunarea poate să determine numai procedura de stabilire a acestui preț.

[…]”

10. Articolul 293 din LSA reglementează dreptul de preempțiune la subscrierea obligațiunilor convertibile:

„1. Acționarii societății beneficiază de un drept de preempțiune la subscrierea obligațiunilor convertibile.

2. Deținătorii de obligațiuni convertibile emise anterior beneficiază de un drept echivalent, în proporția prevăzută de normele de conversiune.

3. Articolul 158 din prezenta lege este aplicabil dreptului de preempțiune la subscrierea de obligațiuni convertibile.”

III — Procedura precontencioasă

11. Prin scrisoarea de punere în întârziere din 15 ianuarie 2004, Comisia a atenționat guvernul spaniol asupra anumitor neconcordanțe la transpunerea Directivei 77/91 prin LSA.

12. În răspunsul său din 10 martie 2004, guvernul spaniol a contestat existența unei contradicții între legea în cauză și Directiva 77/91.

13. Comisia a considerat că acest răspuns nu este satisfăcător și, prin urmare, la 5 ianuarie 2005, a decis să transmită guvernului spaniol un aviz motivat prin care se acorda guvernului spaniol un termen de două luni pentru efectuarea modificărilor necesare cu privire la reglementarea națională.

14. Ulterior, la 4 martie 2005, guvernul spaniol a transmis Comisiei o scrisoare redactată de Ministerul Economiei și Finanțelor, prin care au fost respinse solicitările Comisiei.

15. Considerând că explicațiile furnizate de guvernul spaniol nu erau satisfăcătoare, Comisia a decis să sesizeze Curtea.

IV — Procedura în fața Curții și concluziile părților

16. Prin cererea introductivă, depusă la grefa Curții la 4 august 2006, Comisia solicită Curții:

— să constate că, prin transpunerea incorectă a Directivei 77/91/CEE a Consiliului din 13 decembrie 1976 de coordonare, în vederea echivalării, a garanțiilor impuse societăților comerciale în statele membre, în înțelesul articolului 58 al doilea paragraf din tratat, pentru protejarea intereselor asociaților sau terților, în ceea ce privește constituirea societăților comerciale pe acțiuni și menținerea și modificarea capitalului acestora, Regatul Spaniei nu și-a îndeplinit obligațiile care îi revin în temeiul acestei directive, în special

a) cele prevăzute la articolul 42 coroborat cu articolul 29 alineatele (1) și (4), prin faptul că a autorizat adunarea generală a acționarilor să aprobe emiterea de noi acțiuni fără drept de preempțiune la subscriere, la un preț inferior valorii lor rezonabile;

b) cele prevăzute la articolul 29 alineatul (1), prin faptul că a acordat dreptul de preempțiune la subscrierea de acțiuni, în cazul unei majorări de capital subscrise prin aporturi de numerar, nu numai acționarilor, ci și deținătorilor de obligațiuni convertibile în acțiuni;

c) cele prevăzute la articolul 29 alineatul (6) coroborat cu articolul 29 alineatul (1), prin faptul că a acordat dreptul de preempțiune la subscrierea de obligațiuni convertibile în acțiuni nu numai acționarilor, ci și deținătorilor de obligațiuni convertibile în acțiuni emise cu ocazia unor emisiuni precedente;

d) cele prevăzute la articolul 29 alineatul (6) coroborat cu articolul 29 alineatul (4), prin faptul că nu a prevăzut că adunarea generală poate să decidă retragerea dreptului de preempțiune la subscrierea de obligațiuni convertibile în acțiuni;

— obligarea Regatul Spaniei la plata cheltuielilor de judecată.

17. Regatul Spaniei solicită:

— respingerea acțiunii;

— obligarea Comisiei la plata cheltuielilor de judecată.

18. Comisia a depus memoriul în replică la 4 decembrie 2006. Duplica guvernului spaniol a fost depusă la 6 februarie 2007 la Curte, după ce acestuia i se acordase o prelungire a termenului.

19. Prin Ordonanța președintelui Curții din 18 ianuarie 2007, s-au admis cererile de intervenție formulate, în temeiul articolului 93 alineatul (1) din Regulamentul de procedură, de Republica Polonă și de Republica Finlanda în susținerea concluziilor Regatului Spaniei. Acestea au depus observații scrise.

20. Întrucât niciuna dintre părți nu a solicitat deschiderea procedurii orale, concluziile în această cauză au putut fi elaborate în urma adunării generale a Curții din 29 aprilie 2008.

V — Motivele acțiunii și principalele argumente ale părților

21. Comisia invocă în total patru motive împotriva Regatului Spaniei.

A — *Cu privire la primul motiv*

22. Prin intermediul primului său motiv, *Comisia* invocă încălcarea principiului tratamentului egal al acționarilor prevăzut la articolul 42 din Directiva 77/91, întrucât articolul 159 alineatul 1 litera c) din LSA ar permite, în cazul unei majorări de capital, stabilirea unui preț de emisiune al noilor acțiuni la un nivel mult mai scăzut față de valoarea de piață a acestora și retragerea dreptului de preempțiune la subscriere.

23. În mod concret, Comisia se referă la faptul că, în temeiul articolului 159 alineatul 1 litera c) din LSA, adunarea generală a unei societăți cotate la bursă ar putea decide o emisiune de acțiuni la orice preț, dar numai în cazul în care acest preț ar fi mai mare decât valoarea de activ netă corespunzătoare. Or, potrivit Comisiei, valoarea de activ netă ar putea să fie redusă cu 20 % sau chiar cu 80 % față de valoarea de piață. În această privință, Comisia face trimitere la alte reglementări ale altor state membre, care permit o stabilire a prețului de emisiune pentru noi acțiuni până la cel mult 5 %-10 % sub valoarea de piață.

24. Comisia conchide astfel că articolul 159 alineatul 1 litera c) din LSA încalcă articolul 42 din Directiva 77/91, deoarece ar permite, în ceea ce privește societățile cotate la bursă, o discriminare evidentă între acei acționari care cumpără acțiunile la valoarea de piață și noii acționari, cărora societatea le permite achiziționarea de acțiuni la un preț mult mai scăzut decât valoarea de piață (și, în consecință, „nerezonabil”).

25. *Regatul Spaniei* susține, mai întâi, că LSA prevede condiții pentru retragerea dreptului de preempțiune care ar fi în realitate mai stricte decât cele prevăzute de Directiva 77/91. Pe de o parte, după cum subliniază de asemenea *Republica Polonă*, *Republica Finlanda* și *Regatul Unit*, LSA ar prevedea un prag minim pentru prețul de emisiune, care, în orice caz, nu trebuie să fie mai mic

decât valoarea de activ netă corespunzătoare acțiunilor. Pe de altă parte, LSA prevede că raportul administratorilor societății trebuie să fie însoțit de un raport al unui auditor independent.

26. Regatul Spaniei afirmă că, în mod eronat, Comisia a concluzionat că articolul 159 alineatul 1 litera c) al doilea paragraf din LSA permite stabilirea „unui preț nerezonabil de scăzut" în comparație cu valoarea de piață a acțiunilor în cauză. Într-adevăr, primul paragraf s-ar limita la a introduce o prezumție relativă potrivit căreia „valoarea rezonabilă" a unei acțiuni a unei societăți cotate la bursă corespunde „valorii de piață" a acesteia. Cu toate acestea, adunarea acționarilor ar putea stabili un preț de emisiune inferior „valorii de piață" care nu și-ar pierde caracterul rezonabil, în cazul în care acesta ar părea justificat în lumina rapoartelor de mai sus.

27. În plus, *Regatul Spaniei, Republica Polonă* și *Regatul Unit* susțin că nu este posibilă o discriminare între acționarii existenți și cei potențiali care se afiliază la o societate cotată la bursă cu ocazia unei majorări de capital, întrucât aceste două categorii de acționari nu se află în condiții identice. Ca urmare a cotației bursiere și a fluctuațiilor de pe piața acțiunilor, fiecare acționar a dobândit acțiuni la un preț diferit, care depinde de data dobândirii acestora și de cotația respectivă. Din acest motiv, ar fi normal ca anumiți acționari să fi dobândit acțiuni la un preț mai redus sau chiar la un preț mai mare decât prețul de emisiune.

28. De asemenea, atât *Regatul Spaniei*, cât și *Republica Polonă* subliniază că articolul 159 alineatul 1 litera c) din LSA impune aprobarea adunării acționarilor, ceea ce presupune respectarea condițiilor privind cvorumul și majoritatea necesare pentru modificarea statutului.

29. În plus, *Regatul Unit* consideră că nu s-ar putea pune problema unei diferențe de tratament, întrucât prețul unei acțiuni nu este decât un simplu element economic. Chiar dacă s-ar presupune o diferență de tratament, aceasta ar fi fost justificată în orice caz de interesul financiar al societății, reprezentat de o majorare a capitalului.

30. *Republica Finlanda* consideră că, pentru a putea aprecia dacă există o diferență de

tratament, este necesară o apreciere globală a circumstanțelor unei emisiuni de acțiuni.

31. *Republica Polonă* susține că posibilitatea emisiunii de noi acțiuni la un preț redus față de valoarea de piață nu trebuie analizată în lumina principiului egalității de tratament, ci prin raportare la principiul conform căruia organele societății trebuie să acționeze în interesul societății însăși.

B — *Cu privire la al doilea motiv*

32. Prin intermediul celui de al doilea motiv, *Comisia* invocă încălcarea articolului 29 alineatul (1) din Directiva 77/91, prin faptul că articolul 158 alineatul 1 din LSA ar acorda dreptul de preempțiune la subscrierea de acțiuni, în cazul unei majorări de capital prin aporturi de numerar, nu numai acționarilor, ci și deținătorilor de obligațiuni convertibile în acțiuni.

33. Articolul 29 alineatul (1) din directivă prevede că „acționarii trebuie să beneficieze, proporțional cu capitalul reprezentat de acțiunile deținute de aceștia, de dreptul de preempțiune asupra acțiunilor emise". Întrucât obligațiunile convertibile în acțiuni nu ar face parte din capitalul subscris al societății, dreptul de preempțiune conferit prin LSA deținătorilor de obligațiuni convertibile în acțiuni nu ar permite ca noile acțiuni să poată fi oferite acționarilor proporțional cu participația acestora la capital. O astfel de dispoziție ar încălca, în consecință, obiectivul directivei de a preveni orice risc de diluare a participațiilor vechilor acționari la societate. De asemenea, o astfel de măsură nu ar fi totuși necesară pentru a proteja interesele deținătorilor de obligațiuni convertibile în acțiuni.

34. *Regatul Spaniei* susține că o interpretare *ad litteram* a articolului 29 alineatul (1) din Directiva 77/91, astfel cum a propus Comisia, contravine chiar cuprinsului dispoziției, întrucât, potrivit acesteia, acționarii beneficiază „de dreptul de preempțiune" în privința acțiunilor emise, ceea ce nu ar însemna însă și că, în temeiul acestei dispoziții, acționarii beneficiază de acțiuni în mod „exclusiv". În plus, directiva nu ar menționa nimic despre obligațiunile convertibile în acțiuni.

35. *Regatul Spaniei* și *Republica Polonă* susțin mai curând o interpretare teleologică a respectivei dispoziții pentru a proteja în egală măsură nu numai deținătorii de obligațiuni convertibile în acțiuni, ci și potențiali acționari noi ai societății și pentru a menține valoarea acțiunilor care le sunt rezervate. În acest mod, emitentul ar fi împiedicat să influențeze data (favorabilă) a conversiunii.

36. În sfârșit, *Republica Polonă* subliniază că directiva urmărește de asemenea protecția „terților", mai precis, a acelor persoane care, în anumite situații, ar fi putut beneficia de același statut ca acționarii, de exemplu, deținătorii de obligațiuni convertibile în acțiuni. Directiva ar urmări doar o protecție minimă, lăsând statelor membre libertatea de a adopta măsuri de protecție mai restrictive.

C — *Cu privire la al treilea motiv*

37. *Comisia* constată că articolul 293 alineatul 2 din LSA încalcă articolul 29 alineatele (1) și (6) din Directiva 77/91 din aceleași motive ca cele prevăzute la al doilea motiv, în măsura în care acesta ar acorda dreptul de preempțiune la subscrierea de obligațiuni convertibile în acțiuni nu numai acționarilor, ci în egală măsură deținătorilor de obligațiuni convertibile în acțiuni emise anterior.

38. *Regatul Spaniei* și *Republica Polonă* se referă la argumentele invocate deja cu privire la al doilea motiv și subliniază că o interpretare *ad litteram* a directivei, astfel cum a propus Comisia, este neîntemeiată.

D — *Cu privire la al patrulea motiv*

39. *Comisia* susține încălcarea articolului 29 alineatul (6) coroborat cu articolul 29 alineatul (4) din Directiva 77/91, întrucât LSA nu ar prevedea posibilitatea adunării generale de a retrage dreptul de preempțiune la subscrierea obligațiunilor convertibile în acțiuni.

40. Aceasta subliniază că, deși articolul 293 alineatul 3 din LSA se referă desigur la articolul 158 din LSA, nu ar conține totuși nicio trimitere la articolul 159 din LSA, care reglementează tocmai posibilitatea retragerii dreptului de preempțiune. Chiar dacă o interpretare sistematică ar permite retragerea dreptului de preempțiune acordat acționarilor la subscrierea obligațiunilor convertibile în acțiuni, articolul 293 din LSA, în versiunea actuală, ar da naștere totuși la îndoieli și nesiguranță pentru acționarii individuali și, astfel, nu ar putea fi considerat o transpunere

corectă a directivei, având în vedere că nu ar exista probe în sensul că instanțele spaniole au procedat într-adevăr la o astfel de interpretare sistematică.

41. *Regatul Spaniei* susține că o interpretare sistematică a articolului 293 din LSA nu ar putea avea un alt rezultat decât posibilitatea retragerii de către adunarea generală a dreptului de preempțiune acordat acționarilor la subscrierea obligațiunilor convertibile în acțiuni, întrucât o altă soluție ar fi lipsită de logică.

42. *Republica Finlanda* subliniază că obiectivul directivei este, în orice caz, numai o armonizare minimă și, chiar și în situația în care dreptul de preempțiune acordat acționarilor la subscrierea de obligațiuni convertibile în acțiuni nu ar putea fi retras de adunarea generală, acest aspect nu ar încălca Directiva 77/91.

VI — Apreciere juridică

A — *Considerații introductive*

43. Până în prezent, armonizarea dreptului material al societăților comerciale ale statelor membre este vizată de 13 directive și propuneri de directive [4]. Acestea includ Directiva 77/91, adoptată la 13 decembrie 1976, care urmărește în special armonizarea legislațiilor statelor membre privitoare la constituirea societăților comerciale și la aportul și menținerea unui capital minim al societății comerciale pe acțiuni, fiind denumită prin urmare „Directiva privind capitalul” [5].

44. Articolul 29 alineatul (1) din Directiva 77/91 consacră, la nivel comunitar, dreptul de preempțiune al acționarilor în cazul majorărilor de capital. Cu toate acestea, trebuie amintit că dreptul de preempțiune se înte-

4 — Până în prezent, în temeiul articolului 44 alineatul (2) litera (g) CE, au fost adoptate și transpuse în dreptul intern, în domeniul dreptului societăților comerciale, 10 directive de armonizare (a se vedea Kindler, P., *Münchener Kommentar zum BGB*, ediția a 4-a, 2006, volumul 11, punctul 33, Behrens, P., *Handbuch des EU-Wirtschaftsrechts*, volumul 1, München, 2004, E. III, punctul 10, p. 10, precum și Trstenjak, V., și Kocbek, M., *Evropsko pravo gospodarskih družb*, Ljubljana, 2004, p. 31-50).

5 — Importanța decisivă a Directivei 77/91 constă în adoptarea la nivel comunitar a principiului de drept continental european al capitalului fix: întrucât acționarii nu răspund personal de datoriile societății, societatea ar trebui să dispună, pentru protecția creditorilor, de un capital minim care să fie asigurat suplimentar prin dispoziții restrictive privind menținerea capitalului. Din acest motiv, directiva reglementează nu doar valoarea minimă a capitalului, ci mai ales modalitățile de realizare a aporturilor în numerar și în natură, dobândirea de acțiuni proprii de către societate, retragerea acțiunilor și modificări ale capitalului prin majorarea și reducerea capitalului. Cu toate acestea, directiva nu urmărește numai protecția creditorilor, în măsura în care aceasta reglementează aportul și menținerea capitalului de garanție. Mai degrabă, astfel cum reiese din al doilea și din al cincilea considerent, este avută în vedere și protecția acționarilor. Acest obiectiv este urmărit în special prin dispozițiile privind participarea adunării generale la măsurile privind capitalul și cele privind obligațiile de informare în cazul unor pierderi grave, introducerea unui drept de preempțiune al acționarilor în cazul majorărilor de capital și instituirea principiului egalității de tratament. De asemenea, directiva reglementează probleme esențiale în ceea ce privește constituirea unei societăți comerciale pe acțiuni. În această privință, se pot invoca dispozițiile privind conținutul minim al statutului, al actului constitutiv sau al unui document separat (a se vedea Habersack, M., *Europäisches Gesellschaftsrecht*, ediția a 3-a, München, 2006, punctele 3 și 4, p. 129 și următoarele, Lutter, M., *Europäisches Unternehmensrecht*, ediția a 4-a, Berlin, 1996, p. 109 și următoarele).

meiază pe o tradiție juridică îndelungată în anumite state membre, care datează aproximativ de la mijlocul secolului al XIX-lea [6]. În literatura de specialitate de drept comparat, se admite în general că acest drept își are originea în sistemul juridic al Regatului Unit, dar că, de la mijlocul secolului al XX-lea, cel puțin în contextul european, acesta a fost influențat semnificativ de evoluțiile din sistemele juridice ale Germaniei, Franței și Italiei [7]. Armonizarea dreptului societăților comerciale al statelor membre, asociată Directivei 77/91, a condus la rândul său la adoptarea dreptului de preempțiune de către alte state membre, ale căror sisteme juridice nu prevedeau acest drept sau nu îi confereau un caracter obligatoriu, fapt ce a contribuit semnificativ la difuzarea și la armonizarea acestuia, chiar și în afara granițelor Uniunii Europene.

45. Dreptul de preempțiune garantează acționarului, în cazul majorărilor de capital, un număr de acțiuni noi proporțional cu participația acestuia și îi permite astfel să își mențină cota sa de participație [8]. Acesta are astfel dreptul de a participa la capitalul social al societății în aceeași proporție ca până în acel moment. Din acest motiv, se consideră, în mod tradițional, că dreptul de preempțiune al acționarilor este un mecanism eficient de protecție a acționarilor individuali și minoritari împotriva dezavantajelor care ar putea rezulta dintr-o emisiune de noi acțiuni asociată majorării de capital. Printre aceste dezavantaje figurează pierderea unor drepturi de natură economică (de exemplu, reducerea dreptului la dividende) și de natură politică, probabil sub formă de drepturi de codecizie (de exemplu, limitarea dreptului de vot), precum și a altor drepturi fără caracter economic (de exemplu, dreptul la informare, dreptul de a convoca adunarea acționarilor) [9].

6 — Pentru o analiză a evoluției dreptului de preempțiune în sistemele juridice ale Germaniei, Italiei, Franței, Regatului Unit, Belgiei, Portugaliei și Elveției, a se vedea Vásquez Albert, D., „El derecho de suscripción preferente en Europa", în *Revista de derecho de sociedades*, nr. 11 (1999), p. 79-131.

7 — A se vedea Vásquez Albert, D., „El derecho de suscripción preferente en el Derecho Comunitario", în *Revista de derecho mercantil*, nr. 230 (1998), p. 1693. În această privință, Legea germană privind societățile comerciale pe acțiuni a influențat semnificativ Directiva 77/91, atât din punctul de vedere al structurii, cât și din punctul de vedere al conținutului normativ, ceea ce a determinat anumite dificultăți de transpunere pentru statele membre aparținând sistemului juridic „common law" (a se vedea Trstenjak, V., și Kocbek, M., op. cit., p. 34, și Schutte-Venstra, J. N., *Harmonisatie van het kapitaalbeschermingsrecht in de EEG*, Apeldoorn, 1991, p. 16).

8 — A se vedea Natterer, J., *Kapitalveränderung der Aktiengesellschaft, Bezugsrecht der Aktionäre und sachlicher Grund*, Bielefeld, 2000, p. 8, Peifer, K.-N., op. cit., § 186 AktG, punctul 16, *Lamy Sociétés Commerciales* (ed. Mestre, J., și Velardocchio, D.), Rueil-Malmaison, 2008, p. 1835. A se vedea Hotărârea din 19 noiembrie 1996, Siemens (C-42/95, Rec., p. I-6017, punctul 19), în care Curtea se referă la obiectivul principiului dreptului de preempțiune, care constă în prevenirea unei reduceri a participației procentuale a acționarilor la capitalul social al societății.

9 — A se vedea în acest sens Grechenig, K., „Discriminating Shareholders through the Exclusion of Pre-emption Rights?", în *European company and financial law review*, volumul 4 (2007), nr. 4, p. 577. Yanes Yanes, P., „Derecho de suscripción preferente", în *Diccionario de Derecho de Sociedades* (ed. Alonso C., Ledesma), Madrid, 2006, p. 511, și Davies, P., *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*, ediția a 7-a, Londra, 2003, p. 631 și următoarele, subliniază că dreptul de preempțiune îndeplinește două funcții. Pe de o parte, acesta trebuie să protejeze acționarul împotriva diluării cotei sale economice de participație la societate. Pe de altă parte, acest drept trebuie îl protejeze împotriva pierderii influenței sale asupra duratei de viață a societății. Pisani Massamormile, A., „Aumento del capitale sociale", în *Armonie e disarmonie nel diritto comunitario delle società di capitali*, volumul 1, Milano, 2003, p. 714, distinge între funcția administrativă (în raport cu ponderea de vot a fiecărui acționar) și funcția patrimonială (cu privire la dreptul fiecărui acționar de a participa la profit) a dreptului de preempțiune.

46. Directiva 77/91 adoptă această abordare juridică, asigurând protejarea drepturilor acționarilor și ale terților, în special în cadrul operațiunilor de constituire a unei societăți, precum și al celor de majorare și de reducere a capitalului acesteia. Conform obiectivelor temeiului său juridic, cuprinse în articolul 44 alineatul (2) litera (g) CE, dreptul de preempțiune garantează un nivel minim de protecție pentru acționari în toate statele membre [10].

B — *Examinarea motivelor*

1. Cu privire la primul motiv

47. Cu privire la repartizarea sarcinii probei, trebuie să se menționeze că, în cadrul unei acțiuni în constatarea neîndeplinirii obligațiilor în temeiul articolului 226 CE, Comisiei îi revine obligația de a proba existența unei încălcări a dreptului comunitar. În plus, Comisia este cea care trebuie să prezinte Curții elementele necesare pentru ca aceasta să verifice existența neîndeplinirii obligațiilor, fără a se putea întemeia pe vreo prezumție [11]. Pe de altă parte, statul membru pârât are sarcina de a contesta pe fond și detaliat informațiile prezentate și concluziile deduse din acestea [12].

48. Prin intermediul primului său motiv, Comisia susține o încălcare a principiului tratamentului egal al acționarilor prevăzut la articolul 42 din Directiva 77/91 coroborat cu articolul 29 alineatele (1) și (4) din aceasta. Comisia consideră că dispozițiile comunitare menționate sunt încălcate prin faptul că reglementarea națională în litigiu, mai precis articolul 159 alineatul 1 litera c) din LSA, ar permite, în cazul unei majorări de capital și al retragerii dreptului de preempțiune la subscriere, stabilirea unui preț de emisiune pentru noi acțiuni care poate fi mult mai scăzut decât valoarea de piață a acestora.

49. Articolul 159 alineatul 1 litera c) din LSA prevede anumite condiții pentru retragerea dreptului de preempțiune. Conform acestora, prețul acțiunilor care urmează a fi emise

10 — Hotărârea din 30 mai 1991, Karella și alții (C-19/90 și C-20/90, Rec., p. I-2691, punctele 25 și 30), și Hotărârea din 24 martie 1992, Syndesmos Melon tis Eleftheras Evangelikis Ekklissias și alții (C-381/89, Rec., p. I-2111, punctele 27 și 32).

11 — A se vedea Hotărârea din 12 mai 2005, Comisia/Belgia (C-287/03, Rec., p. I-3761, punctul 27), Hotărârea din 14 aprilie 2005, Comisia/Germania (C-341/02, Rec., p. I-2733, punctul 35), Hotărârea din 29 mai 2001, Comisia/Italia (C-263/99, Rec., p. I-4195, punctul 27), Hotărârea din 8 martie 2001, Comisia/Germania (C-68/99, Rec., p. I-1865, punctul 38), Hotărârea din 23 octombrie 1997, Comisia/Franța (C-159/94, Rec., p. I-5815, punctul 102), și Hotărârea din 25 mai 1982, Comisia/Țările de Jos (96/81, Rec., p. 1791, punctul 6).

12 — Hotărârea din 22 septembrie 1988, Comisia/Grecia (272/86, Rec., p. 4875, punctul 21).

trebuie să corespundă unei „valori rezonabile", astfel cum reiese din raportul administratorilor menționat la articolul 159 alineatul 1 litera b) din LSA. În cazul societăților cotate la bursă, este avută în vedere, în principiu, valoarea cursului la bursă, în măsura în care nu poate fi justificată o altă valoare.

50. Cu toate acestea, astfel cum constată Comisia, articolul 159 alineatul 1 litera c) al doilea paragraf din LSA prevede o excepție importantă pentru societățile cotate la bursă, conform căreia adunarea generală poate decide să emită acțiuni la orice preț, în măsura în care acesta ar fi superior valorii de activ nete a acțiunilor societății. În acest context, Comisia subliniază că valoarea unei acțiuni poate fi semnificativ mai scăzută față de valoarea cursului acesteia la bursă, valoare care, chiar prin LSA, se presupune că ar corespunde valorii de piață și, astfel, „valorii rezonabile" a acțiunii. Comisia conchide astfel că legiuitorul spaniol a conferit în mod expres adunării generale autoritatea de a retrage dreptul de preempțiune și de a emite acțiuni, în mod discreționar, sub valoarea de piață și, astfel, sub valoarea apreciată ca fiind „rezonabilă" de legiuitorul spaniol.

51. Comisia consideră că această reglementare creează o discriminare evidentă a acelor acționari care au dobândit acțiuni la valoarea de piață în raport cu noii acționari care dobândesc acțiuni sub valoarea de piață. În opinia acesteia, primii suferă un prejudiciu economic, în măsura în care sunt nevoiți să accepte, prin „reducerea" acordată noilor acționari, o reducere sau o diluare a valorii acțiunilor lor.

52. Totuși, se poate opune argumentului Comisiei faptul că reglementarea de la articolul 159 alineatul 1 litera c) din LSA, oricât de contestabilă ar părea la prima vedere prin raportare la protecția acționarilor [13], nu este incompatibilă cu dispozițiile Directivei 77/91.

53. Conform mențiunilor anterioare, Directiva 77/91 urmărește doar acordarea unui nivel minim de protecție pentru acționari la nivel comunitar. Acest aspect rezultă, pe de o parte, din conținutul normativ al temeiului său juridic și, pe de altă parte, din al doilea considerent al acestei directive, conform

13 — Grechenig, K., „*Spanisches Aktien- und GmbH-Recht – Das einstufige Verwaltungssystem in Beziehung zur Hauptversammlung und zu Gesellschafterrechten*", Viena, 2005, p. 136, consideră că reglementarea cuprinsă în articolul 159 alineatul 1 litera c) al doilea paragraf din LSA este contestabilă pentru motive legate de protecția acționarilor și face trimitere la prezenta procedură de constatare a neîndeplinirii obligațiilor formulată împotriva Regatului Spaniei, fără a reține totuși un tratament discriminatoriu al acționarilor.

căruia „coordonarea dispozițiilor de drept intern privind […] majorarea […] capitalului lor este deosebit de importantă pentru a asigura o protecție minimă echivalentă […] pentru acționari […]” [14].

54. În plus, se constată că Directiva 77/91 nu conține nicio dispoziție care să impună emiterea de noi acțiuni la „prețul de piață” sau chiar la un „preț rezonabil”. Acest aspect trebuie menționat cu atât mai mult cu cât Directiva 77/91 conține în plus reglementări detaliate care privesc, de exemplu, constituirea societăților comerciale pe acțiuni.

55. Unica dispoziție a directivei care se referă la prețul de emisiune de acțiuni și care, în această privință, prezintă o oarecare relevanță pentru prezenta cauză este articolul 8, conform căruia „[a]cțiunile nu pot fi emise la o valoare mai mică decât valoarea lor nominală sau, dacă nu au valoare nominală, echivalentul lor contabil”. Pe de altă parte, astfel cum susține în mod întemeiat guvernul Regatului Unit, directiva nu face nicio referire la prețul la care ar trebui emise noile acțiuni în cazul unei majorări de capital.

56. Din articolul 29 alineatul (4) din Directiva 77/91 rezultă doar că organul de administrare sau de conducere trebuie să motiveze „prețul de emisiune propus” în cadrul raportului scris adresat adunării generale. Articolul 29 alineatul (4) din Directiva 77/91 conferă astfel adunării generale [15] decizia definitivă privind prețul de emisiune ce urmează a fi stabilit, fără a impune alte cerințe.

57. În plus, reglementarea de la articolul 159 alineatul 1 litera c) al doilea paragraf din LSA nu lasă să se întrevadă niciun caz de discriminare a acționarilor. Principiul egalității de tratament prevăzut la articolul 42 din Directiva 77/91 corespunde, prin conținutul său normativ, interdicției de discriminare care, potrivit jurisprudenței constante a Curții, impune ca situații comparabile să nu

14 — Vásquez Albert, D., op. cit., p. 1714, subliniază că sistemele juridice ale statelor membre prevăd în general reglementări mai restrictive decât dreptul comunitar. Conform opiniei acestui autor, caracteristica Directivei 77/91 de normă minimă de protecție permite adoptarea unor reglementări mai restrictive de către statele membre. Natterer, J., „Bezugsrechtsausschluss und zweite gesellschaftsrechtliche Richtlinie”, în *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, 1995, p. 1483, consideră că Directiva 77/91 este un standard de protecție minimă și face trimitere în acest sens la al doilea considerent.

15 — Potrivit articolului 25 alineatul (1) din Directiva 77/91, orice majorare de capital trebuie să fie decisă de adunarea generală.

fie tratate în mod diferit și ca situații diferite să nu fie tratate în același mod, cu excepția cazului în care un astfel de tratament este justificat în mod obiectiv [16].

58. Comisia susține că articolul 159 alineatul 1 litera c) al doilea paragraf din LSA nu garantează o egalitate de tratament a acționarilor existenți în raport cu noii acționari. Cu alte cuvinte, în speță, Comisia prezumă un tratament diferit al unor situații comparabile. Cu toate acestea, trebuie să se observe că primul motiv invocat de Comisie este întemeiat numai în aparență [17] pe o pretinsă diferență de tratament, în timp ce argumentele sale principale se concentrează pe evidențierea unor potențiale consecințe economice negative ale unei emisiuni de acțiuni sub valoarea de piață pentru vechii acționari [18]. Astfel, Comisia omite să prezinte într-o formă suficient de substanțială în ce mod acționarii existenți și noii acționari se află în aceeași situație. Acest aspect este cu atât mai important cu cât articolul 42 din Directiva 77/91 impune ca actele cu putere de lege ale statelor membre să asigure tratamentul egal al acționarilor, în măsura în care aceștia „[se află] în condiții identice". Din acest motiv, se constată că, în speță, Comisia nu a examinat în mod aprofundat dacă este îndeplinită prima condiție a principiului egalității [19]. Acest aspect este invocat în mod întemeiat atât de guvernul spaniol, cât și de guvernul Regatului Unit.

59. În consecință, Comisia nu a prezentat probele necesare pentru a susține în ce măsură este aplicabil în prezenta cauză principiul egalității de tratament prevăzut la articolul 42 din Directiva 77/91. Simpla criticare a unei reglementări interne care, în anumite împrejurări, poate fi dezavantajoasă din punct de vedere economic – ceea ce, de altfel, Comisia nu a demonstrat pe baza unor argumente concrete – nu poate înlocui susținerea și probarea existenței unei diferențe de tratament a unor situații comparabile nejustificate obiectiv. În această privință, Comisia nu și-a respectat obligația de prezentare și de probare a faptelor.

60. În plus, aspectul care trebuie clarificat este aplicabilitatea clauzei privind tratamentul egal, prevăzută la articolul 42 din Directiva

16 — Hotărârea din 27 martie 1980, Salumi și alții (66/79, 127/79 și 128/79, Rec., p. 1237, punctul 14), Hotărârea din 20 septembrie 1988, Spania/Consiliul (203/86, Rec., p. 4563, punctul 25), Hotărârea din 17 aprilie 1997, EARL de Kerlast (C-15/95, Rec., p. I-1961, punctul 35), Hotărârea din 13 aprilie 2000, Karlsson și alții (C-292/97, Rec., p. I-2737, punctul 39), Hotărârea din 6 martie 2003, Niemann (C-14/01, Rec., p. I-2279, punctul 49), și Hotărârea din 22 iunie 2006, Belgia/Comisia (C-182/03, Rec., p. I-5479, punctul 170).

17 — A se vedea punctul 34 din memoriul în replică.

18 — A se vedea punctul 23 din cererea introductivă și punctele 10 și 22 din memoriul în replică.

19 — Conform Rossi, M., Calliess și Ruffert (ed.), în *Kommentar zu EUV/EGV*, ediția a 3-a, 2007, „Art. 20 Grundrechtecharta", punctul 19, p. 2629, principiul egalității de tratament se caracterizează printr-o examinare în două sau în trei etape: într-o primă etapă, se va verifica întotdeauna existența unui tratament diferit al unor situații comparabile (sau un tratament similar al unor situații diferite). În a doua etapă, se va examina în continuare dacă această diferență de tratament (respectiv, egalitate de tratament) este eventual justificată. Dacă este cazul, se poate impune și o examinare a proporționalității.

77/91, ținându-se cont de conținutul său normativ destul de vag [20], unei situații atât de specifice cum este cea de stabilire a prețului de emisiune al noilor acțiuni în cazul unei majorări de capital.

61. De asemenea, principiul egalității de tratament al acționarilor, care este recunoscut în sistemele juridice ale mai multor state membre, nu este interpretat, potrivit doctrinei majoritare, în sensul unei obligații a societății de a garanta un tratament identic al acționarilor, ci mai degrabă în sensul că o diferență de tratament necesită o justificare obiectivă suficientă [21]. Intenția Comisiei, de a nu permite stabilirea unui preț de emisiune al noilor acțiuni la un nivel inferior prețului de achiziție al acțiunilor care aparțin acționarilor existenți, conduce, în cele din urmă, la o transpunere strictă a principiului egalității de tratament care, după cum s-a arătat, în lipsa unei dispoziții juridice clare, nici nu este impusă de directivă, nici nu corespunde realității din cadrul societăților, având în vedere că valoarea și, astfel, prețul acțiunilor unei societăți cotate la bursă va fi întotdeauna diferit, fiind influențat de evoluția fluctuantă a pieței acțiunilor.

62. Astfel cum susțin în mod întemeiat guvernul spaniol și guvernul Regatului Unit, această împrejurare are drept efect dobândirea de fiecare acționar de acțiuni la un preț diferit, care depinde de data dobândirii și de cotația bursieră. În consecință, vor exista mereu acționari care au dobândit acțiuni la un preț mai redus sau chiar la un preț mai mare decât prețul de emisiune. Din acest motiv, nu se poate afirma că toți acționarii se găsesc în aceeași situație. Trebuie să se ia în considerare de asemenea că prețul acțiunilor depinde de mulți factori economici, cum ar fi situația financiară a unei anumite societăți, dar și de starea economiei mondiale. În plus, acesta este influențat în mod decisiv și de evoluția pieței, mai precis de cerere și de ofertă. Diferențele care apar între vechii și noii acționari cu privire la prețul de achiziție nu se datorează prin urmare unei diferențe de tratament imputabile societății [22], ci urmărilor unei evoluții tipice pentru piața financiară.

20 — Grechenig, K. (op. cit., p. 581), reclamă conținutul normativ vag al clauzei privind egalitatea de tratament prevăzute la articolul 42 din Directiva 77/91. Hefermehl, W., și Bungeroth, E., *Aktiengesetz*, volumul 1, München, 1984, § 53, litera (a), punctul 13, p. 14, critică neclaritatea acestei reglementări. Grundmann, S., *Europäisches Gesellschaftsrecht*, Heidelberg, 2004, punctul 325, p. 146, menționează, în ceea ce privește dogmatismul acestei clauze, că principiul egalității de tratament ar fi aplicabil în special aspectelor legate de capital, având totuși o formulare generală. În consecință, este necesar ca acesta să fie concretizat prin norme speciale.

21 — Cu privire la redactarea articolului 53 a din Legea privind societățile comerciale pe acțiuni („unter gleichen Voraussetzungen"), prin care se transpune articolul 42 din Directiva 77/91 în dreptul german, Hefermehl, W., și Bungeroth, E. (op. cit., § 53 a, punctele 13 și 14, p. 14), subliniază că această dispoziție determină diferențe justificate. În acest mod, se evită o inflexibilitate nerealistă a principiului egalității de tratament. Din acest motiv, autorii interpretează această reglementare drept interzicere a abuzului de drept. În acest sens, a se vedea și Grundmann, S., op. cit., punctul 325, p. 146, Bujalka, E., *Der Schutz von Minderheitsaktionären bei Umstrukturierungen im deutschen und slowakischen Aktienrecht*, Frankfurt am Main, 2006, p. 56, și Castellano Ramírez, M. J., „Aumento del capitale sociale", în *Armonie e disarmonie nel diritto comunitario delle società di capitali*, volumul 1, Milano, 2003, p. 837. Astfel cum explică Vásquez Albert, D., în *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas* (ed. Arroyo, I., și Miguel Embid, J.), volumul II, „Art. 159", p. 1671 și următoarele, principiul egalității de tratament nu figurează în mod expres în Legea spaniolă privind societățile comerciale pe acțiuni, ci a fost dezvoltat în principal de doctrină, pe baza abordării juridice cuprinse în articolul 42 din Directiva 77/91. Conform opiniei autorului, principiul egalității de tratament nu impune un tratament identic al tuturor acționarilor. Acesta ar interzice doar diferențele de tratament arbitrare sau discriminatorii, dar nu și pe cele justificate obiectiv. Autorul apreciază că ar exista o încălcare a principiului egalității de tratament în cazul unei majorări de capital dacă, de exemplu, o parte din noile acțiuni ar fi emise numai în favoarea unei părți a acționarilor, cu excluderea celorlalți acționari și a celorlalte acțiuni.

22 — Totuși, aceasta ar fi o condiție de aplicare a principiului egalității de tratament în dreptul societăților pe acțiuni, întrucât este valabil în principiu numai în privința raporturilor dintre societatea comercială pe acțiuni și acționarii acesteia (a se vedea Hefermehl, W., și Bungeroth, op. cit., „§ 53 a", punctul 19, p. 16).

63. În ceea ce privește obiecția Comisiei, cu privire la posibilitatea stabilirii prețului de emisiune al noilor acțiuni sub valoarea de piață, trebuie să se observe pentru început că argumentația este unilaterală, deoarece, după toate aparențele, Comisia consideră că o diferență de tratament între vechii și noii acționari este posibilă numai în cazul în care prețul la care acționarii existenți au dobândit acțiunile corespunde exact valorii de piață, în timp ce doar noii acționari beneficiază de o reducere. Dimpotrivă, Comisia nu se pronunță cu privire la o eventuală aplicabilitate a principiului egalității de tratament la situațiile, de asemenea posibile, în care terții ar dobândi noile acțiuni la un preț care depășește valoarea de piață sau înșiși vechii acționari ar fi dobândit acțiuni sub valoarea de piață.

64. De asemenea, trebuie să se aibă în vedere că o eventuală stabilire a prețului de emisiune al noilor acțiuni sub valoarea de piață este permisă nu numai în temeiul reglementării spaniole în litigiu, dar și în temeiul dispozițiilor în vigoare ale altor state membre, aspect recunoscut în mod expres de Comisie în memoriul în replică [23]. Aceasta se aplică, de exemplu, sistemelor juridice ale Germaniei [24], Franței [25], Italiei [26], Sloveniei [27] și Regatului Unit [28].

65. În plus, trebuie luat în considerare argumentul invocat atât de guvernul spaniol, cât și de guvernul polonez, conform căruia Directiva 77/91 și LSA ar prevedea garanții

23 — A se vedea punctul 16 din memoriul în replică.

24 — Potrivit articolului 186 alineatul 3 a patra teză din Legea privind societățile comerciale pe acțiuni, valoarea de emisiune „nu trebuie să fie inferioară în mod semnificativ" prețului la bursă. Articolul 255 alineatul 1 din Legea privind societățile comerciale pe acțiuni permite contestarea unei majorări de capital efectuate prin aporturi. Potrivit aceste dispoziții, în cazul în care dreptul de preempțiune al acționarilor este exclus total sau parțial, contestația poate să se întemeieze și pe faptul că valoarea de emisiune care rezultă din decizia de majorare sau valoarea minimă sub care noile acțiuni nu trebuie să fie emise este „nerezonabil de scăzută". În consecință, se poate deduce că, potrivit dreptului german, este posibilă astfel o reducere în anumite condiții (în acest sens, a se vedea Schlitt, M., și Seiler, O, „Aktuelle Rechtsfragen bei Bezugsrechtsemissionen", în *Wettbewerb in Recht und Praxis* [2003], volumul 45, p. 2176).

25 — Articolul 7 din Decretul nr. 2005-112 din 10 februarie 2005 de modificare a articolului 155-5 din Decretul nr. 67-236 din 23 martie 1967 privind societățile comerciale și titlurile emise de societățile comerciale (*Décret n° 2005-112 du 10 février 2005 modifiant le décret n° 67-236 du 23 mars 1967 sur les sociétés commerciales et relatif aux valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales)* (JORF nr. 36 din 12 februarie 2005, p. 2404, text nr. 30) prevede că prețul de emisiune trebuie să corespundă cel puțin valorii medii a cotației bursiere din ultimele trei ședințe bursiere dinainte de stabilirea acestuia, dacă este cazul „redusă cu o cotă maximă de 5 %".

26 — Articolul 2441 alineatul 6 din Codul civil italian *(Codice Civile)* prevede că prețul de emisiune trebuie să țină seama de cotația bursieră din ultimele șase luni.

27 — Potrivit articolului 400 alineatul 2 din Legea slovenă privind societățile comerciale *(Zakon o gospodarskih družbah)*, contestația se poate întemeia pe faptul că valoarea de emisiune care rezultă din decizia de majorare a capitalului sau valoarea minimă sub care noile acțiuni nu trebuie să fie emise este „nerezonabil de scăzută" (a se vedea Kocbek, M., în *Veliki komentar Zakona o gospodarskih družbah/ZGD-1,* ed. Kocbek, M., volumul 2, Ljubljana, 2007, „Art. 400", p. 738 și următoarele).

28 — Potrivit „Guidelines" ale „Pre-emption Group", din care fac parte London Stock Exchange, precum și diverse societăți cotate la bursă și bănci, reducerile de 5 % din valoarea de piață sunt în principiu permise. Totuși, nu sunt excluse nici reduceri mai importante (a se vedea Myners, P., *Pre-emption rights on a public company's ability to raise new capital*, 8 februarie 2005, p. 47, disponibil la http://www.berr.gov.uk/files/file28436.pdf). „Guidelines", deși nu sunt obligatorii din punct de vedere juridic, sunt totuși respectate în majoritatea cazurilor (a se vedea în acest sens Gower and Davies, *The Principles of Modern Company Law*, ediția a 7-a, Londra, 2003, p. 637).

pentru a evita stabilirea unui preț de emisiune cu mult sub valoarea de piață. După cum s-a menționat deja, Directiva 77/91 lasă această decizie la aprecierea adunării generale [29]. Potrivit articolului 29 alineatul (4) din Directiva 77/91, organul de administrare sau de conducere trebuie să prezinte acestei adunări un raport scris, motivând limitarea sau retragerea dreptului de preempțiune și justificând prețul de emisiune propus. În orice caz, articolul 159 din LSA depășește limitele acestei cerințe de drept comunitar, impunând suplimentar raportul unui auditor desemnat în acest scop de registrul comerțului, care trebuie să includă următoarele date: (1) o apreciere a caracterului rezonabil al valorii acțiunilor, (2) o apreciere a valorii drepturilor de preempțiune retrase și (3) un control al exactității datelor din raportul administratorului.

66. Contrar argumentului Comisiei, decizia de retragere a dreptului de preempțiune și natura emisiunii nu rămân în întregime la aprecierea adunării generale. La fel ca obligația de raportare prevăzută la articolul 29 alineatul (4) din Directiva 77/91, obligațiile de raportare suplimentare, impuse de dreptul intern, urmăresc să garanteze că decizia este justificată obiectiv, în interesul acționarilor și al creditorilor [30]. Prin urmare, este necesar ca adunarea generală să ia această decizie în interesul propriu al acționarilor, pe baza rapoartelor care îi sunt prezentate, indiferent dacă acestea sunt sau nu sunt obligatorii din punct de vedere juridic. Așadar, cerințele stricte pentru emisiunea de noi acțiuni, potrivit articolului 159 din LSA, au ca scop protecția acționarilor [31] și, din acest motiv, nu pot fi considerate simple dispoziții procedurale [32]. Mai curând, acestea ar trebui privite ca garanții suplimentare pentru evitarea stabilirii unui preț de emisiune nerezonabil de scăzut.

29 — A se vedea punctul 56 din prezentele concluzii.

30 — A se vedea și Bagel, F., *Der Ausschluss des Bezugsrechts in Europa*, Köln, 1999, p. 352, conform căruia, prin introducerea obligației de raportare, articolul 29 alineatul (4) din Directiva 77/91 implică faptul că rezultatul deliberării adunării generale trebuie să fie justificat în mod obiectiv.

31 — Considerăm că aceste dispoziții sunt conforme cu dreptul comunitar, întrucât stabilesc condiții mai stricte pentru protecția dreptului de preempțiune al acționarilor. Aceasta constituie, potrivit jurisprudenței Curții, o condiție impusă de Directiva 77/91 pentru adoptarea de reglementări mai stricte de către statele membre. Acest aspect rezultă din Hotărârea Siemens/Nold (citată la nota de subsol 8, punctul 22). Obiectul hotărârii respective a fost o cerere de pronunțare a unei hotărâri preliminare formulată de Bundesgerichtshof, prin care aceasta a solicitat Curții să se pronunțe dacă jurisprudența sa anterioară privind retragerea dreptului de preempțiune este conformă cu dreptul comunitar. Începând cu 1978, mai precis după intrarea în vigoare a Directivei 77/91, Bundesgerichtshof a impus o examinare a relevanței intereselor minorității și ale majorității acționarilor și a stabilit cerința ca retragerea dreptului de preempțiune să fie necesară și proporțională. Curtea a răspuns afirmativ la această întrebare, referindu-se la compatibilitatea cu obiectivul de protecție al directivei.

32 — A se vedea în acest sens și Grechenig, K. (op. cit., p. 135-137), care asociază protecției acționarilor cerințele prevăzute la articolul 159 din LSA cu privire la retragerea dreptului de preempțiune, obligația de raportare a societății față de adunarea generală și stabilirea prețului de emisiune. Bagel, F. (op. cit., p. 353), subliniază că statele membre au impus condiții suplimentare formale și materiale pentru retragerea dreptului de preempțiune, prin raportare la cele prevăzute la articolul 29 alineatul (4) din Directiva 77/91. Potrivit opiniei acestora, cerințele mai stricte cu privire la obligația de raportare și la rapoartele suplimentare nu sunt contrare directivei, ci contribuie mai degrabă la o protecție consolidată a acționarilor și chiar a creditorilor. În același sens este și opinia susținută de Henze, H., „Das Richtlinienrecht und der Schutz der Minderheitsgesellschaftern und Gläubiger im deutschen Aktienrecht – verdeckte Sacheinlage, Bezugsrecht und Verschmelzungsbericht", în *Systembildung und Systemlücken in Kerngebieten des europäischen Privatrechts*, 2000, p. 249, potrivit căruia conținutul articolului 29 alineatul (4) din Directiva 77/91 nu reglementează numai aspecte de ordin formal, ci are în vedere și împrejurări care contribuie la protecția asociaților minoritari prin faptul că impune consiliului de administrație să prezinte adunării generale un raport cu privire la motivele retragerii dreptului de preempțiune în cazul majorărilor de capital și explicații cu privire la valoarea de emisiune propusă.

67. Având în vedere considerațiile precedente, nu rezultă în ce măsură articolul 159 din LSA ar putea contraveni articolului 42 coroborat cu articolul 29 alineatele (1) și (4) din Directiva 77/91.

68. În consecință, se impune respingerea primului motiv ca neîntemeiat.

2. Cu privire la al doilea motiv

69. Prin intermediul celui de al doilea motiv, Comisia invocă încălcarea articolului 29 alineatul (1) din Directiva 77/91 prin faptul că, în cazul unei majorări de capital prin aporturi de numerar, articolul 158 alineatul 1 din LSA acordă dreptul de preempțiune la subscrierea de acțiuni nu numai acționarilor, ci și deținătorilor de obligațiuni convertibile în acțiuni.

70. Trebuie să subscriem la argumentul Comisiei potrivit căruia, în măsura în care articolul 158 alineatul 1 din LSA acordă, cel puțin potrivit formulării sale, un drept de preempțiune și deținătorilor de obligațiuni convertibile în acțiuni, spre deosebire de articolul 29 alineatul (1) din Directiva 77/91, care are în vedere doar acționarii [33], se poate constata o contradicție cu dispoziția din directivă [34], care sugerează o încălcare a dreptului comunitar.

71. Guvernul spaniol recunoaște această contradicție de formulare [35], dar susține totuși că articolul 29 alineatul (1) din Directiva 77/91 se referă la o emisiune de acțiuni cu „beneficiul dreptului de preempțiune", și nu la o emisiune „exclusivă" de noi acțiuni în favoarea acționarilor. În plus, guvernul spaniol respinge o interpretare literală și susține în schimb o interpretare care ține seama de obiectivele Directivei 77/91 și de interesele societății, care ar include și deținătorii de obligațiuni convertibile în acțiuni în categoria beneficiarilor potrivit articolului 29 alineatul (1) din Directiva 77/91.

33 — Din punctul de vedere al dreptului comparat, trebuie reținut că articolul 29 alineatul (1) din Directiva 77/91 a fost transpus în Germania prin articolul 186 și prin articolul 221 alineatul 4 din Legea privind societățile comerciale pe acțiuni din 6 septembrie 1965 (BGBl. I, p. 1089, astfel cum a fost modificată ultima dată prin articolul 11 din Legea din 16 iulie 2007 [BGBl. I, p. 1330]) și în Austria prin articolele 153 și 174 din Legea federală din 31 martie 1965 privind societățile comerciale pe acțiuni (BGBl. nr. 98/1965, astfel cum a fost modificată ultima dată de BGBl. I nr. 42/2001). Conform acestora, numai acționarii au un drept de preempțiune la subscrierea de noi acțiuni și de obligațiuni convertibile în acțiuni.

34 — Vásquez Albert, D. (op. cit., p. 1698), Pisani Massamormile, A. (op. cit., p. 714), și Castellano Ramírez, M. J. (op. cit., p. 825, 829), constată în mod întemeiat că articolul 29 alineatul (1) din Directiva 77/91, spre deosebire de articolul 158 alineatul 1 din LSA, nu acordă un drept de preempțiune la subscriere deținătorilor de obligațiuni convertibile în acțiuni. Castellano Ramírez explică faptul că extinderea acestui drept asupra deținătorilor de obligațiuni convertibile în acțiuni ar fi fost o decizie proprie a legiuitorului spaniol, care nu ar fi fost luată prin raportare la transpunerea Directivei 77/91.

35 — A se vedea punctul 39 din memoriul în apărare.

72. Considerăm că o interpretare precum cea propusă de guvernul spaniol este incompatibilă nu numai cu formularea clară a articolului 29 alineatul (1) din Directiva 77/91, ci și cu o interpretare sistematică sau teleologică a acestei dispoziții.

73. Articolul 29 alineatul (1) din Directiva 77/91 prevede în mod clar că, la fiecare majorare de capital, acționarii trebuie să beneficieze de acțiuni „proporțional cu capitalul reprezentat de acțiunile deținute de aceștia". Astfel cum susține în mod întemeiat Comisia, obligațiunile convertibile în acțiuni nu fac parte în principiu din capitalul subscris al societății. Prin urmare, rezultă că este imposibil să se distribuie acțiuni către deținătorii de obligațiuni convertibile în acțiuni, în mod proporțional cu participația.

74. Contrar opiniei guvernului spaniol, noțiunea „acționar" nu trebuie interpretată, în sensul articolului 29 alineatul (1) din Directiva 77/91, ca incluzând și deținătorii de obligațiuni convertibile în acțiuni. Mai degrabă, dintr-o comparație între articolul 29 alineatul (1) și articolul 29 alineatul (6) din Directiva 77/91 rezultă că, la reglementarea dreptului de preempțiune al acționarilor, legiuitorul comunitar a fost perfect conștient de existența obligațiunilor convertibile în acțiuni și a titlurilor similare, în special având în vedere că articolul 29 alineatul (6) din Directiva 77/91 se referă la „titluri convertibile în acțiuni". Dispoziția ar fi fost lipsită de orice sens dacă deținătorii de obligațiuni convertibile în acțiuni ar trebui să fie considerați, la rândul lor, acționari.

75. Astfel cum constată în mod întemeiat guvernul spaniol, articolul 29 alineatul (1) din Directiva 77/91 nu privește o ofertă „exclusivă" de noi acțiuni către acționari. De asemenea, acesta nu este sensul și scopul dreptului de preempțiune al acționarilor, care face obiectul prezentei cauze. În această privință, observațiile guvernului spaniol sunt eronate. Mai degrabă, este avută în vedere acordarea prin lege [36] a unui statut juridic care să permită acționarilor, în cazul majorării de capital, să dobândească preferențial noile acțiuni ce urmează să fie emise. La transpunerea în dreptul național, directiva impune legiuitorului spaniol obligația de a crea condițiile legale pentru aplicarea acestui statut preferențial. Aceasta corespunde obligației guvernului spaniol de a asigura în practică deplina aplicare a directivei, ținând seama de obiectivul acesteia [37]. Aceste condiții legale nu sunt îndeplinite dacă deținătorii de obligațiuni convertibile în acțiuni pot contesta dreptul de preempțiune al acționarilor, fără ca acest drept, protejat în mod expres prin directivă, să poată fi exercitat [38].

36 — Dimpotrivă, conform Natterer, J. (op. cit., p. 68), nu este necesar ca dreptul de preempțiune să fie instituit prin lege. Dreptul de preempțiune ar fi, din perspectiva teoriei dreptului, mai degrabă un drept natural al membrului unei entități juridice care există pe baza unui capital.

37 — Potrivit unei jurisprudențe constante, transpunerea unei directive trebuie să asigure efectiv deplina aplicare a acesteia (a se vedea printre altele Hotărârea din 9 septembrie 1999, Comisia/Germania, C-217/97, Rec., p. I-5087, punctul 31, Hotărârea din 16 noiembrie 2000, Comisia/Grecia, C-214/98, Rec., p. I-9601, punctul 49, și Hotărârea din 11 iulie 2002, Marks & Spencer, C-62/00, Rec., p. I-6325, punctul 26).

38 — A se compara cu cadrul legal din Germania și din Austria. Potrivit articolului 187 din Legea germană privind societățile comerciale pe acțiuni și articolului 154 din Legea austriacă privind societățile comerciale pe acțiuni, deținătorilor de obligațiuni convertibile în acțiuni li se pot acorda drepturi de subscriere la noile acțiuni, dar numai sub rezerva dreptului de preempțiune al acționarilor. Această reglementare contribuie la asigurarea că dreptul de preempțiune al acționarilor nu este afectat.

76. Articolul 158 alineatul 1 din LSA contravine obiectivului articolului 29 alineatul (1) din Directiva 77/91, cel de a asigura dreptul de preempțiune al acționarului. Astfel cum s-a menționat anterior, acest drept urmărește protejarea acționarului împotriva unei diluări a participației sale la capitalul social al societății comerciale pe acțiuni [39]. Cu toate acestea, acest obiectiv nu ar fi atins în cazul în care deținătorii de obligațiuni convertibile în acțiuni ar primi la rândul lor un drept de preempțiune și ar concura astfel cu acționarii la emisiunea de noi acțiuni în cadrul unei majorări de capital [40].

77. Exercitarea acestui drept permite deținătorilor de obligațiuni convertibile să dobândească o participație la capitalul social fără a trebui să își convertească în prealabil obligațiunile în acțiuni. Prin urmare, acționarii riscă o diluare a participației lor în favoarea deținătorilor de obligațiuni convertibile în acțiuni, deși aceștia din urmă nu îndeplinesc eventual condițiile stabilite de adunarea generală pentru conversia obligațiunilor în acțiuni. Riscul unei reduceri a participației și, astfel, al unei deteriorări a statutului acționarilor există în special în cazul în care deținătorii de obligațiuni convertibile în acțiuni ar îndeplini condițiile pentru conversia obligațiunilor în acțiuni, având în vedere că aceștia ar dispune atunci de două posibilități diferite de a dobândi participații în cadrul societății. Rezultatul ar fi un tratament preferențial al deținătorilor de obligațiuni convertibile în acțiuni în defavoarea acționarilor [41].

78. Având în vedere considerațiile de mai sus, rezultă că articolul 158 alineatul 1 din LSA contravine atât formulării, cât și sensului și scopului articolului 29 alineatul (1) din Directiva 77/91, prin faptul că, în cazul unei majorări de capital prin aporturi de numerar, acordă dreptul de preempțiune la subscrierea de acțiuni nu numai acționarilor, ci și deținătorilor de obligațiuni convertibile în acțiuni.

79. În consecință, al doilea motiv este întemeiat.

3. Cu privire la al treilea motiv

80. Prin intermediul celui de al treilea motiv, Comisia invocă o încălcare a articolului 29 alineatul (6) coroborat cu articolul 29 alineatul (1) din Directiva 77/91, prin faptul că articolul 293 alineatul 2 din LSA acordă

39 — A se vedea punctul 45 din prezentele concluzii.

40 — Conform opiniei lui Grechenig, K. (op. cit., nr. 4, p. 583), dreptul de preempțiune al acționarilor ar fi limitat în mod clar în cazul în care alți investitori ar dispune de drepturi echivalente. Castellano Ramírez, M. J. (op. cit., p. 829, nota de subsol 135) apreciază că, în aceste împrejurări, acționarii pot fi prejudiciați în cazul în care, din cauza concurenței cu deținătorii de obligațiuni convertibile în acțiuni, posibilitățile acestora de dobândire de noi acțiuni s-ar diminua. Autorul face trimitere la critica acestei reglementări în doctrina spaniolă.

41 — Alonso Espinosa, F. J., *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas* (ed. Arroyo, I., și Miguel Embid, J.), volumul III, „Art. 292, 293 und 294", p. 2815, subliniază în special pericolul unui tratament preferențial al deținătorilor de obligațiuni convertibile în acțiuni în defavoarea acționarilor.

dreptul de preempțiune la subscrierea de obligațiuni convertibile în acțiuni nu numai acționarilor, ci și deținătorilor de obligațiuni convertibile în acțiuni emise cu ocazia unor emisiuni precedente.

81. Astfel cum s-a reținut deja, articolul 29 alineatul (1) din aceeași directivă acordă numai acționarilor un drept de preempțiune la subscrierea de acțiuni. Potrivit articolului 29 alineatul (6) din Directiva 77/91, rezultă în plus că alineatele (1)-(5) ale articolului 29 se aplică emisiunii tuturor titlurilor convertibile în acțiuni. Această trimitere la articolul 29 alineatul (1) trebuie interpretată în sensul că Directiva 77/91 acordă numai acționarilor dreptul de preempțiune la subscrierea de obligațiuni convertibile în acțiuni [42].

82. Pe de altă parte, articolul 293 alineatul 2 din LSA prevede că deținătorii de obligațiuni convertibile în acțiuni emise anterior beneficiază de același drept. Prin urmare, se va constata și în acest caz că legiuitorul național depășește limitele dispozițiilor prevăzute de Directiva 77/91. Depășirea limitelor cadrului de reglementare consacrat prin dreptul comunitar reprezintă în orice caz o încălcare a Directivei 77/91, întrucât acționează în defavoarea acționarilor.

42 — A se vedea în acest sens Vásquez Albert, D. (op. cit., p. 1698).

83. La fel ca în situația descrisă în cadrul celui de al doilea motiv, în cazul dobândirii de obligațiuni convertibile în acțiuni, există un raport de concurență între acționari și deținătorii de obligațiuni convertibile emise anterior. În această privință, observațiile noastre cu privire la al doilea motiv pot fi aplicate *mutatis mutandis*.

84. Prin urmare, al treilea motiv este întemeiat.

4. Cu privire la al patrulea motiv

85. Prin intermediul celui de al patrulea motiv, Comisia invocă încălcarea articolului 29 alineatul (6) coroborat cu articolul 29 alineatul (4) din Directiva 77/91, întrucât LSA nu prevede posibilitatea adunării generale de a retrage dreptul de preempțiune la subscrierea obligațiunilor convertibile în acțiuni.

86. Articolul 29 alineatul (4) din Directiva 77/91 prevede că adunarea generală poate, cu respectarea anumitor condiții, să decidă retragerea dreptului de preempțiune al acționarilor. Potrivit articolului 29 alineatul (6) din Directiva 77/91, această dispoziție se aplică de asemenea dreptului de preempțiune al acționarilor în legătură cu emisiunea de titluri convertibile în acțiuni.

87. În ceea ce privește transpunerea dispozițiilor dreptului comunitar menționate mai sus în dreptul spaniol, trebuie reținut că articolul 159 din LSA prevede în mod expres dreptul adunării generale de a decide retragerea dreptului de preempțiune. Pe de altă parte, articolul 293 din LSA, care acordă acționarilor societății dreptul de preempțiune la subscrierea de obligațiuni convertibile în acțiuni, nu prevede același drept al adunării generale de retragere a dreptului de preempțiune cu privire la aceste titluri. În timp ce articolul 293 alineatul 3 din LSA prevede că dispozițiile articolului 158 din respectiva lege sunt aplicabile dreptului de preempțiune la subscrierea de obligațiuni convertibile, această referință nu se extinde și la articolul 159 din LSA. În aceste condiții, trebuie admis argumentul Comisiei conform căruia LSA spaniolă, ca act de transpunere adoptat de un stat membru, derogă de la cerințele directivei, cel puțin în ceea ce privește formularea sa.

88. Prezenta concluzie nu poate fi invalidată nici de argumentele guvernului spaniol, conform cărora ar fi necesară o interpretare sistematică a dispozițiilor din LSA pentru a decide dacă dreptul spaniol al societăților pe acțiuni prevede o retragere a dreptului de preempțiune la subscrierea de obligațiuni convertibile în acțiuni. În special, guvernul spaniol trebuie să explice de ce articolul 293 alineatul 3 din LSA nu se referă direct la reglementarea centrală prevăzută la articolul 159 din LSA privind retragerea dreptului de preempțiune, care ar fi justificat mai degrabă interpretarea sa.

89. Suntem conștienți că, pentru a aprecia dacă o dispoziție națională contravine dreptului comunitar, se ține cont nu numai de formularea acestei dispoziții, ci și de interpretarea conferită acestei prevederi de instanțele naționale [43]. Deoarece jurisprudența unui stat membru reproduce interpretarea legii, cu efect obligatoriu pentru toate subiectele de drept, aceasta constituie un criteriu esențial pentru aprecierea transpunerii și a interpretării conforme cu dreptul comunitar a dreptului național. Cu toate acestea, guvernul spaniol nu a furnizat niciun element de natură să probeze o interpretare conformă cu dreptul comunitar a LSA de către instanțele de rang superior sau o opinie predominantă în doctrină [44]. Dimpotrivă, acesta s-a întemeiat pe propria interpretare a legii, fără a elimina îndoielile rămase cu privire la transpunerea corectă a directivei. Prin urmare, argumentația guvernului spaniol trebuie considerată nesubstanțială prin raportare la

43 — Lenaerts, K., Arts, D., și Maselis, I., *Procedural Law of the European Union*, ediția a 2-a, Londra, 2006, punctul 5-056, p. 162, arată că domeniul de aplicare al legilor, al regulamentelor sau al actelor administrative va fi apreciat în funcție de interpretarea furnizată de instanțele naționale. Interpretarea conformă cu dreptul comunitar a dreptului național, astfel cum s-a menționat deja la nota de subsol 31 din prezentele concluzii, a făcut obiectul unei cereri de pronunțare a unei hotărâri preliminare formulate de Bundesgerichtshof în cauza C-42/95, Siemens/Nold.

44 — Într-adevăr, o serie de autori spanioli susțin că dreptul de preempțiune la subscrierea de obligațiuni convertibile în acțiuni nu poate fi retras în lipsa unei trimiteri la articolul 159 din LSA în cadrul articolului 293 alineatul 3 din aceeași lege (a se vedea Vicent Chulia, F., *Compendio crítico de derecho mercantil*, ediția a 3-a, Barcelona, 1991, p. 800). În prezent, majoritatea autorilor din doctrina spaniolă preferă în mod evident o interpretare sistematică și teleologică a acestor norme sau cel puțin o aplicare prin analogie a articolului 159 din LSA la dreptul de preempțiune al deținătorilor de obligațiuni convertibile în acțiuni (a se vedea Alonso Espinosa, F. J., op. cit., p. 2818 și următoarele, și Grechenig, K., op. cit., p. 584). În orice caz, este cert că aplicarea prin analogie presupune existența unei lacune legislative neintenționate. Prin acțiunea sa, Comisia invocă tocmai existența unei lacune legislative.

normele procedurale privind obligația de prezentare și de probare a faptelor.

90. Făcând abstracție de acest aspect, împărtășim opinia Comisiei, conform căreia reglementările statelor membre mai sus menționate nu prezintă un grad minim de precizie și de claritate și, astfel, nu respectă cerințele securității juridice și ale clarității.

91. Desigur, transpunerea în dreptul intern a unei directive nu impune în mod necesar o preluare formală și textuală a prevederilor lor într-o dispoziție expresă și specifică [45]. În orice caz, potrivit unei jurisprudențe constante, necesitatea de a garanta deplina aplicare a dreptului comunitar în fapt și în drept impune statelor membre nu numai să asigure conformitatea legislațiilor lor cu dreptul comunitar, ci și să atingă acest rezultat prin adoptarea unor dispoziții juridice susceptibile să creeze o situație suficient de precisă, de clară și de transparentă, pentru a permite particularilor să își cunoască integral drepturile și să se prevaleze de acestea în fața instanțelor naționale [46]. În consecință, având în vedere că din articolul 293 alineatul 3 din LSA nu rezultă clar că adunarea generală poate să decidă retragerea dreptului de preempțiune la subscrierea de obligațiuni convertibile în acțiuni, legiuitorul spaniol nu a transpus corect articolul 29 alineatul (6) coroborat cu articolul 29 alineatul (4) din Directiva 77/91.

92. Prin urmare, acest motiv este de asemenea întemeiat.

VII — Cu privire la cheltuielile de judecată

93. Potrivit articolului 69 alineatul (2) din Regulamentul de procedură, partea care cade în pretenții este obligată la plata cheltuielilor de judecată. Întrucât Regatul Spaniei a căzut în pretenții cu privire la partea esențială a motivelor sale, se impune obligarea acestuia la plata cheltuielilor de judecată.

45 — Hotărârea din 15 martie 1990, Comisia/Țările de Jos (C-339/87, Rec., p. I-851, punctul 25), Hotărârea din 28 februarie 1991, Comisia/Germania (C-131/88, Rec., p. I-825, punctul 8), și Hotărârea din 30 mai 1991, Comisia/Germania (C-59/89, Rec., p. I-2607, punctul 18).

46 — A se vedea în acest sens, în ceea ce privește directivele, Hotărârea din 28 februarie 1991, Comisia/Italia (C-360/87, Rec., p. I-791, punctul 12), și Hotărârea din 15 iunie 1995, Comisia/Luxemburg (C-220/94, Rec., p. I-1589, punctul 10). A se vedea de asemenea Hotărârea din 18 ianuarie 2001, Comisia/Italia (C-162/99, Rec., p. I-541, punctele 22-25), și Hotărârea din 6 martie 2003, Comisia/Luxemburg (C-478/01, Rec., p. I-2351, punctul 20).

VIII — Concluzie

94. În temeiul considerațiilor de mai sus, propunem Curții:

„— să constate că, prin transpunerea incorectă a Directivei 77/91, Regatul Spaniei nu și-a îndeplinit obligațiile care îi revin în temeiul acestei directive, în special:

a) cele de la articolul 29 alineatul (1), prin faptul că a acordat dreptul de preempțiune la subscrierea de acțiuni, în cazul unei majorări de capital subscrise prin aporturi de numerar, nu numai acționarilor, ci și deținătorilor de obligațiuni convertibile în acțiuni;

b) cele de la articolul 29 alineatul (6) coroborat cu articolul 29 alineatul (1), prin faptul că a acordat dreptul de preempțiune la subscrierea de obligațiuni convertibile în acțiuni nu numai acționarilor, ci și deținătorilor de obligațiuni convertibile în acțiuni emise cu ocazia unor emisiuni precedente;

c) cele de la articolul 29 alineatul (6) coroborat cu articolul 29 alineatul (4), prin faptul că nu a prevăzut că adunarea generală poate să decidă retragerea dreptului de preempțiune la subscrierea de obligațiuni convertibile în acțiuni;

— să respingă celelalte capete de cerere ca neîntemeiate;

— să oblige Regatul Spaniei la plata cheltuielilor de judecată.”