

FÖRSTAINSTANSRÄTTENS DOM
(andra avdelningen i utökad sammansättning)
den 12 december 1996 ^{*}

I mål T-358/94,

Compagnie nationale Air France, bolag bildat enligt fransk rätt, Paris, företrätt av advokaterna Dominique Borde och André Moquet, Paris och Bryssel, med delgivningsadress i Luxemburg hos advokatbyrån Guy Harles, 8-10, rue Mathias Hardt,

sökande,

mot

Europeiska gemenskapernas kommission, företräd av Ben Smulders, rättstjänsten, i egenskap av ombud, biträdd av Ami Barav, advokat i Paris samt barrister i England och Wales, med delgivningsadress i Luxemburg hos Carlos Gómez de la Cruz, rättstjänsten, Centre Wagner, Kirchberg,

svarande,

angående en talan om ogiltigförklaring av kommissionens beslut 94/662/EG av den 27 juli 1994 om CDP-Participations tecknande av obligationer emitterade av Air France (EGT nr L 258, s. 26),

meddelar

^{*} Rättegångsspråk: franska.

FÖRSTAINSTANSRÄTTEN
(andra avdelningen i utökad sammansättning)

sammansatt av ordföranden H. Kirschner samt domarna B. Vesterdorf,
C.W. Bellamy, A. Kalogeropoulos och A. Potocki,

justitiesekreterare: byrådirektören J. Palacio González,

med hänsyn till det skriftliga förfarandet och efter det muntliga förfarandet den
26 juni 1996,

följande

Dom

Twistens bakgrund

- 1 Alltsedan år 1990 har gemenskapens luftfartssektor präglats av en ekonomisk kris. På grund av detta har Compagnie nationale Air France (nedan kallat Air France eller sökanden), ett aktiebolag vars aktiekapital till 99,329 procent ägs av den franska staten, också haft allvarliga ekonomiska och finansiella svårigheter.
- 2 Under åren 1991 och 1992 undersökte kommissionen för första gången Air France ekonomiska och finansiella situation. I samband med detta, till följd av anmälan från de franska myndigheterna, godkände kommissionen genom beslut av den

20 november 1991 och den 15 juli 1992 kapitaltillskottet uppgående till sammanlagt 5,84 miljarder FF. Kommissionen bedömde att utsikterna till avkastning på investeringen på lång sikt vägde tyngre än svårigheterna på kort sikt, vilka var följden av den finansiella strukturen inom Air France-gruppen. Kommissionen tog härvid även hänsyn till att Air France-gruppen var föremål för en omstrukturering inom ramen för ett dokument "contrat de plan" (planavtal) (CAP'93) som de franska myndigheterna godkände den 1 augusti 1991. I denna fastställdes flera ekonomiska mål att nå under åren 1991—1993. Med hänsyn till dessa faktorer ansåg kommissionen att de finansiella transaktionerna i fråga inte utgjorde statligt stöd i den mening som avses i artikel 92 i EEG-fördraget.

- 3 För att avhjälpa sina finansiella svårigheter utarbetade Air France i oktober 1992 en annan omstruktureringsplan benämnd "programme de retour à l'équilibre" (program för att återfå jämvikten) (PRE 1), som i huvudsak avsåg en sänkning av driftskostnaderna och som skulle leda till en strukturell förbättring av företagets självfinansieringskapacitet från och med år 1994.
- 4 I november 1992 vände sig Air France till Caisse des dépôts et consignations-participations (nedan kallat CDC-P) för att erhålla dess stöd för vissa finansiella transaktioner. CDC-P, ett aktiebolag bildat enligt fransk rätt som äger 0,538 procent av aktiekapitalet i Air France, är ett helägt dotterbolag till Caisse des dépôts et consignations (nedan kallat Caisse), ett speciellt statligt organ bildat enligt lag.
- 5 I mitten av december 1992 tillkännagav CDC-P att man var beredd att garantera de planerade transaktionernas slutförande. Efter att detaljerna avseende dessa transaktioner hade fastställts av CDC-P och Air France i början av år 1993, fastställde styrelsen i Air France formerna för dessa vid sitt möte den 17 februari 1993.

- 6 Följaktligen beslutade den extra bolagsstämman i Air France vid sitt möte den 24 mars 1993 att till ett sammanlagt belopp av 1,5 miljarder FF företa en emission av
 - obligationer som kan inlösas mot aktier (obligations remboursables en actions, nedan kallade ORA) upp till ett värde av ungefär 750 miljoner FF,
 - värdepapper som löper med progressiv ränta och som är förenade med en rätt att teckna aktier (titres subordonnés à intérêt progressif assortis de bons de souscription d'actions, nedan kallade TSIP-BSA) likaså upp till ett värde av ungefär 750 miljoner FF.
- 7 CDC-P tecknade nästan samtliga av dessa värdepapper som Air France emitterade i april 1993 (99,7 procent av ORA och 99,9 procent av TSIP-BSA), eftersom den franska staten, som är den huvudsakliga aktieägaren i Air France, beslutade att avstå. Några utländska privata investerare tilläts delta i tecknandet i proportion till deras andel av aktiekapitalet i Air France, nämligen 0,132 procent vid den aktuella tidpunkten, vilket motsvarar värdepapper till ett värde av ungefär 2 miljoner FF.
- 8 De värdepapper som emitterats är en form av namnpapper och är inte noterade på börsen.
- 9 De har följande karakteristika.
- 10 Fram till den 1 januari 2000 löper ORA med en fast ränta (4 procent) och en variabel ränta som beror på resultatet i Air France, med en förväntad genomsnittlig sammanlagd ränta om 6,5 procent per år. Varje ORA inlöses ovillkorligen genom att konverteras till en aktie senast den 1 januari 2000, och innehavaren har rätt att begära en sådan inlösen när som helst före detta datum. Den interna avkastningen,

beräknad av CDC-P med hänsyn till räntor och den förväntade värdeökningen av aktierna, uppgår till 14 procent.

- 11 TSIP har ingen begränsad löptid. De återbetalas för det fall Air France träder i likvidation eller upplöses och återbetalningen sker först efter det att alla fordringar med eller utan förmånsrätt har återbetalats, men före ORA. Air France har emellertid rätt att återbetala TSIP i förskott från och med den 1 januari 2000. Fram till den 1 januari 2000 löper TSIP med fast och progressiv ränta (från 5,5 till 8,5 procent), med en genomsnittlig ränta om 7 procent. Från och med detta datum blir räntan variabel och ökar progressivt. Air France kan ställa in ränteutbetalningarna för det fall gruppen visar en sammanlagd förlust som överstiger 30 procent av de egna tillgångarna. Till varje utgiven TSIP knyts en BSA som är självständig och som — precis som ORA och TSIP — kan överlåtas eller överföras. Innehavaren kan konvertera BSA till aktier när som helst fram till den 1 januari 2000. De BSA som inte har konverterats detta datum upphör att gälla. Den interna avkastningen på investeringen under åren 1993—1999, enligt beräkningar av CDC-P, är 11,5 procent.
- 12 Efter att ha fått kännedom, främst genom pressen, om att den franska regeringen planerade att tillföra Air France medel sände kommissionen den 1 mars 1993 en skrivelse till de franska myndigheterna med anmodan om att inkomma med upplysningar om de planerade åtgärderna för att täcka Air France-gruppens underskott. Genom skrivelse av den 22 april 1993 svarade den franska regeringen genom att precisera att de två ovannämnda emissionerna av värdepapper hade garanterats av CDC-P. Efter ett informationsmöte i maj 1993, vid vilket tjänstemän vid kommissionen, företrädare för den franska regeringen och företrädare för Air France deltog, registrerades den 19 juli 1993 CDC-P: s tecknande av värdepapperen i registret över stöd som inte anmälts till kommissionen. I skrivelse av den 7 december 1993 påpekade kommissionen för den franska regeringen att den, den 10 november 1993, hade beslutat att inleda det förfarande som föreskrivs i artikel 93.2 i fördraget.

- 13 I skrivelse av den 7 januari 1994 angav de franska myndigheterna sin inställning enligt följande.
- Den finansiella åtgärden i fråga anmäldes inte till kommissionen, eftersom den inte ansågs vara ett statligt stöd.
 - Caisse och CDC-P är självständiga organ i förhållande till den franska regeringen.
 - CDC-P hade beslutat att investera i Air France vid en tidpunkt då situationen för Air France var jämförbar med konkurrenternas situation och då framtidsutsikterna i allmänhet var optimistiska. CDC-P handlade därför som en upplyst investerare.
 - Att teckningsvillkoren var attraktiva bekräftas av att utländska privata investerare deltog i transaktionen. Deras efterfrågan kunde inte ens tillfredsställas i sin helhet, eftersom det i annat fall skulle ha skett en delvis privatisering av Air France.
 - Investeringens enda syfte var att bidra till omstruktureringen av Air France och den var bunden till omstruktureringsplanen från oktober 1992 (PRE 1).
- 14 Under år 1993 emitterade Air France tre andra typer av värdepapper, nämligen ett obligationslån om 1,5 miljarder FF med en räntesats om 8,25 procent i februari, ett obligationslån om 1,5 miljarder FF i juni och ett lån om 300 miljoner FF i oktober, vilka samtliga uppenbarligen placerades i den privata sektorn.
- 15 Vad beträffar ORA och TSIP-BSA antog kommissionen den 27 juli 1994 beslut 94/662/EG om CDC-Participations tecknande av obligationer emitterade av Air France (EGT nr L 258, s. 26, nedan kallat det omtvistade beslutet eller beslutet) [vid översättningen fanns ingen svensk version att tillgå].

- 16 I detta beslut konstaterade kommissionen för det första att trots omstruktureringsplanen CAP'93 och tillskottet av ungefär 6 miljarder FF under åren 1991 och 1992 hade situationen i Air France fortsatt att försämrats. Air France hade år 1992 för tredje gången i rad uppvisat ett negativt nettoresultat och denna gång av betydligt större omfattning (minst 3,2 miljarder FF) och befann sig i en sämre situation än andra stora europeiska företag.
- 17 Kommissionen påpekade därefter att Caisse är ett franskt offentligt organ vars direktörer utses av den franska regeringen. CDC-P, ett helägt dotterbolag, är inte självständigt i förhållande till Caisse, som i sin tur kontrolleras av de franska myndigheterna. Kapitaltillskottet var därför en handling som kunde tillskrivas den franska regeringen. De ifrågavarande investeringarna som Caisse och CDC-P hade gjort var därför vidtagna under statligt inflytande.
- 18 Kommissionen undersökte särskilt om den finansiella transaktionen i fråga hade vidtagits på villkor som skulle ha varit godtagbara för en privat investerare som är verksam på normala marknadsekonomiska villkor. Den bedömde att så är fallet när ett betydande antal privata minoritetsdelägare deltar i transaktionen i proportion till sitt aktieinnehav. De privata investerarnas aktieinnehav skall, enligt kommissionen, emellertid vara av en verklig ekonomisk betydelse. I det aktuella fallet utgjorde de privata aktieägarnas innehav i Air France emellertid endast 0,132 procent av aktiekapitalet och den andel av värdepapperen som de tecknat var försumbar. Kommissionen tillmätte för övrigt ingen avgörande betydelse åt den omständigheten att efterfrågan från privata utländska investerare inte till fullo hade tillfredsställts. De värdepapper som de privata investerarna hade velat teckna utgjorde nämligen endast en ringa andel (3,3 procent) av det totala antalet.
- 19 Vad beträffar tidpunkten för stödets beviljande, fastställde kommissionen denna till tecknandet av obligationerna, det vill säga i april 1993, med motiveringen att CDC-P inte var rättsligt förpliktad att teckna de emitterade värdepapperna tidigare. Under alla omständigheter kunde tidpunkten inte ha kunnat infalla tidigare än den 17 februari 1993, då styrelsen i Air France fastställde formerna för investeringen och föreslog att värdepapperen skulle emitteras. Då investeringsbeslutet

togs (det vill säga tidigast den 17 februari 1993) borde CDC-P ha känt till den mycket kraftiga försämringen av den finansiella strukturen i Air France. CDC-P hade säkerligen informerats om företagets ökade förluster under år 1992 (3,2 miljarder FF under år 1992 efter 685 miljoner FF under år 1991 och 717 miljoner FF under år 1990) och borde ha varit mycket bekymrad över den kritiska strukturen på företagets skuldsättning.

- 20 I detta sammanhang undersökte kommissionen de emitterade värdepappernas karakteristika för att kontrollera deras förenlighet med marknadsvillkoren. Kommissionen betecknade ORA som "en uppskjuten ökning av kapitalet" och tillade att samma beaktanden också gällde för TSIP-BSA. Efter att ha konstaterat att nackdelen med TSIP-BSA låg i de dåliga återbetalningsvillkor som gällde vid företagets upplösning, vilket var orsaken till att "dessa värdepapper inte särskilt ofta förekommer på kapitalmarknaden", påpekade kommissionen att avkastningen av både ORA och TSIP-BSA i stor utsträckning berodde på Air France resultat. Kommissionen underströk bland annat att CDC-P:s beräkning av värdepappernas interna avkastningsnivå hade varit alltför optimistisk. Om CDC-P hade beaktat de svaga finansiella utsikterna på medellång och lång sikt, borde CDC-P ha kommit fram till slutsatsen att värdet av de framtida aktierna som skulle erhållas genom inlösen var lika med noll. Kommissionen drog därför slutsatsen att en upplyst privat investerare inte skulle ha varit beredd att gå in i ett sådant betydande finansiellt arrangemang med Air France som CDC-P hade gjort.

- 21 Kommissionen ansåg att när det rör sig om företag som går med förlust, såsom Air France, skulle en långsiktig investerare basera sitt beslut på en sammanhängande omstruktureringsplan. I det aktuella fallet var stödet emellertid inte direkt knutet till PRE 1. Under alla omständigheter skulle PRE 1 inte ha varit tillräcklig ens på lång sikt för att återställa Air France finansiella och ekonomiska livsduglighet, eftersom den framförallt var avsedd att minska driftskostnaderna och de finansiella utgifterna, utan att med tillräckligt allvar behandla andra finansiella parametrar som förmodades förbli konstanta och utan att det innehålla förslag på andra omstruktureringsåtgärder för det fall Air France ekonomiska situation skulle försämrats ytterligare. Enligt kommissionen måste CDC-P haft vetskap om de strukturella svagheterna i PRE 1 då det vidtog sin investering.

- 22 De ovannämnda faktorerna, sedda tillsammans, ledde kommissionen till slutsatsen att en förnuftig privat investerare inte skulle ha investerat 1,5 miljarder FF i Air France med tanke på företagets svaga rörelseresultat och finansiella resultat under de senaste tiden, dess oförmåga att genomföra omstruktureringsprogrammet CAP'93 och med tanke på att PRE 1 var uppenbart otillräcklig för att rätta till situationen. Slutligen ansåg kommissionen att tillskottet av det omtvistade kapitalet utgjorde ett driftstöd avsett att hjälpa Air France att temporärt övervinna sin finansiella kris.
- 23 Kommissionen konstaterade därefter följande:
- Stödet i fråga snedvrider konkurrensen och påverkar, på grund av själva sin beskaffenhet, handeln mellan medlemsstaterna och inom hela det europeiska ekonomiska samarbetsområdet (EES).
 - Det omfattas inte av något av de fall som förutses i artikel 92.2 i fördraget eller artikel 61.2 i EES-avtalet.
 - Det kan inte heller med stöd av artikel 92.3 i fördraget eller artikel 61.3 i EES-avtalet anses förenligt med den gemensamma marknaden.
- 24 Kommissionen beslutade följaktligen att
- CDC-P: s tecknande till ett belopp om 1 497 415 290 FF av ORA och TSIP-BSA, vilka emitterats av Air France i april 1993, utgör ett rättsstridigt statligt stöd som är oförenligt med den gemensamma marknaden (artikel 1 i beslutet), och att
 - Republiken Frankrike skall åläggas att kräva tillbaka detta stöd om 1 497 415 290 FF efter avdrag av de räntor som Air France redan kan ha utbetalat till CDC-P (artikel 2).

- 25 På grundval av artikel 4 delgavs den franska regeringen beslutet den 9 augusti 1994.
- 26 Den 27 juli 1994 antog kommissionen för övrigt beslut 94/653/EG om den anmälda ökningen av kapitalet i Air France (EGT nr L 254, s. 73) [vid översättningen fanns ingen svensk version att tillgå], i vilket kommissionen ansåg att stöd som skulle beviljas Air France i form av en kapitalökning om 20 miljarder FF var förenligt med den gemensamma marknaden och EES-avtalet. I beslutet tog kommissionen upp CDC-P: s tecknande av ORA och TSIP-BSA som hade emitterats av Air France i april 1993. Kommissionen ansåg att ORA i princip utgjorde eget kapital. Vad beträffar TSIP-BSA underströk kommissionen att den som tecknade dessa inte hade någon skyldighet att lösa in dem och att det verkade lämpligare, för det fall det var nödvändigt att klassificera denna typ av finansiella instrument, att anse dem vara skulder.
- 27 Detta andra beslut av den 27 juli 1994 har ifrågasatts av flera flygbolag (mål T-371/94, British Airways m. fl. mot kommissionen, och T-394/94, British Midland mot kommissionen).

Förfarandet

- 28 Air France har genom ansökan, som inkom till förstainstansrättens kansli den 26 oktober 1994, väckt föreliggande talan. På grundval av referentens rapport beslutade förstainstansrätten att inleda det muntliga förfarandet utan att vidta föregående åtgärder för bevisupptagning. Den beslutade likväl att vidta vissa processledningsåtgärder genom att anmoda parterna att inkomma med vissa handlingar och svara på en rad frågor. Vid sammanträdet den 26 juni 1996 höll parterna sina anföranden och svarade på förstainstansrättens frågor.

29 Republiken Frankrike har väckt en parallell talan vid domstolen mot samma beslut (mål C-282/94). Domstolen beslutade den 4 april 1995 att vilandeförklara det målet.

30 Sökanden har yrkat att förstainstansrätten skall

— fastställa att kommissionen genom det omtvistade beslutet har åsidosatt bestämmelserna i artiklarna 92 och 190 i fördraget och följaktligen ogiltigt förklara detta beslut, samt

— förplikta kommissionen att ersätta rättegångskostnaderna.

Kommissionen har yrkat att förstainstansrätten skall

— ogilla talan, samt

— förplikta sökanden att ersätta rättegångskostnaderna.

Upptagande till sakprövning

31 Kommissionen har inte bestritt att talan kan upptas till sakprövning. Trots att det ifrågasatta beslutet är riktat endast till Republiken Frankrike berör det sökanden, Air France, i egenskap av mottagare av det ifrågavarande stödet, direkt och personligen på det sätt som avses i artikel 173 fjärde stycket i EG-fördraget (domstolens dom av den 13 mars 1985, Nederländerna och Leeuwarder Papierwarenfabriek mot kommissionen, 296/82 och 318/82, Rec. s. 809, punkt 13).

- 32 Enligt domstolens fasta rättspraxis (se exempelvis dom av den 13 juli 1989, Jaenicke Cendoya mot kommissionen, 108/88, Rec. s. 2711, punkterna 8 och 9) kan inte yrkanden upptas till sakprövning om de avser att få gemenskapsdomstolarna att fastställa att de anförda grunderna till stöd för en talan om ogiltigförklaring har fog. Följaktligen skall sökandens yrkanden att förstainstansrätten skall fastställa att kommissionen genom det omtvistade beslutet har åsidosatt bestämmelserna i artiklarna 92 och 190 i fördraget avvisas som sådana.

I sak

- 33 Till stöd för sin talan har sökanden anfört två grunder. Den första avser ett åsidosättande av artikel 92 i fördraget, vilket följer av den omständigheten att kommissionen genom att beteckna CDC-P: s investering i Air France som statligt stöd, skulle ha begått uppenbara fel vid tillämpningen av denna bestämmelse. Den andra avser att kommissionen åsidosatt sin motiveringsskyldighet som föreskrivs i artikel 190 i fördraget.

1. Första grunden: Åsidosättande av artikel 92 i fördraget

- 34 Inom ramen för den första grunden har sökanden framfört flera klagopunkter. Sökanden har gjort gällande att kommissionen har begått uppenbara fel vid tillämpningen av artikel 92 i fördraget.
- 35 Den beteckning av en åtgärd som statligt stöd som det omtvistade beslutet innehåller är grundat på en felaktig analys av

— den ställning som Caisse och CDC-P har,

— den tidpunkt vid vilken CDC-P fattade investeringsbeslutet,

- sammanhanget i vilket CDC-P fattade investeringsbeslutet,
- omfattningen av flera privata investerares tecknande av värdepapper i Air France och omfattningen av andra privata investeringar i Air France,
- tillämpningen av principen om den upplyste private investeraren med avseende på de emitterade värdepapperens karakteristika.

³⁶ Under de aktuella omständigheterna anser förstainstansrätten att det är lämpligt att dela upp denna grund i två delar. Den första avser det förhållandet att den omtvistade investeringen inte är av statlig karaktär. Den andra avser kommissionens åsidosättande av kriteriet angående en normal upplyst privat investerares beteende med avseende på samma investering, varvid det skall preciseras att sökanden i detta sammanhang har anfört en rad olika argument.

Första delen av första grunden

Parternas argument

³⁷ Sökanden har hävdad att kommissionen i det omtvistade beslutet felaktigt har påstått att CDC-P inte är självständigt i förhållande till Caisse, som är ett organ som i sin tur skulle vara kontrollerat av de franska offentliga myndigheterna och att investeringen i fråga vidtogs under statligt inflytande. Sökanden har understrukt att såväl Caisse som CDC-P i själva verket är självständiga i förhållande till den franska regeringen.

³⁸ I detta hänseende har sökanden för det första åberopat den särskilda ställning som Caisse har, som inrättades genom artiklarna 110 och 115 i "loi sur les finances" av den 28 april 1816 (lag om finanser, nedan kallad 1816 års lag), och som betecknas

som ett "särskilt organ" vilket "övervakas och garanteras av de lagstiftande myndigheterna". Eftersom de lagstiftande myndigheterna är självständiga i förhållande till den verkställande makten, kan Caisse inte anses vara ett organ som kontrolleras av de franska offentliga myndigheterna. Det argument som kommissionen har anfört för att visa att Caisse inte är självständigt i förhållande till den franska staten som avser det sätt på vilket de styrande i Caisse utses, vilket görs av den franska regeringen, är enligt sökanden inte relevant. Att beslutet genom vilket den verkställande direktören i Caisse — som i enlighet med den ovan nämnda 1816 års lag endast är underställd kontroll av en oberoende övervakningskommission som företrädare för de "lagstiftande myndigheterna" — utses är bindande syftar till att säkerställa den verkställande direktörens självständighet i förhållande till varje påtryckning från den verkställande makten.

- 39 Sökanden har vidare understrukit att "den allmänna sektionen" i Caisse, som omfattar dess konkurrensutsatta verksamhet som bank och investerare, undgår den allmänna rättsliga kontroll som utövas av Cour des comptes française (franska riksrevisionsverket), som är den myndighet som har ansvar för den finansiella kontrollen av förvaltningen och dess organ. Denna sektionens räkenskaper underställs i stället kontroll av oberoende revisorer som utför sitt uppdrag under de allmänna rättsliga villkor som gäller för affärsdrivande bolag. Kommissionen tar enligt sökanden inte hänsyn till den dubbla uppgift som Caisse har tilldelats, vilken innebär att dess aktiviteter är fullständigt uppdelade mellan "den allmänna sektionen" och förvaltningen av sparmedel, som är strängt reglerad, eftersom den utförs för statens räkning. De medel som CDC-P använde för det omtvistade tecknandet var enligt sökanden egna medel tillhörande Caisse, vilka var upptagna i "den allmänna sektionens" balansräkning och som inte enligt lag eller förordning är underkastade något krav på att de statliga myndigheterna skall rådfrågas, lämna tillstånd i förväg eller lämna godkännande i efterhand.
- 40 Sökanden har vidare påpekat att sätten för administrativ kontroll och domstolsprövning med avseende på Caisse, liksom de regler som gäller för dess redovisning och skatter, visar att det inte finns något avgörande inflytande på dess verksamhet från statliga politiska myndigheters sida.
- 41 Vad beträffar CDC-P, ett helägt dotterbolag till Caisse, har sökanden hävdade att det också bedriver sin verksamhet självständigt i förhållande till den franska reger-

ingen. Det omtvistade tecknandet av de värdepapper som emitterats av Air France täcks av det i bolagsordningen angivna föremålet för verksamheten. Det driver en spekulativ verksamhet med riskkapital som framförallt syftar till avkastning och kan inte jämföras med hur en institution som ombesörjer ett uppdrag av allmänintresse betar sig. Sökanden har tillagt att enligt bolagsordningen för CDC-P utses dess styrelsemedlemmar av bolagsstämman och de kan entledigas enligt de i allmän lag föreskrivna villkor som gäller för affärsdrivande bolag. Bland styrelsemedlemmarna i CDC-P finns personer från affärsvärlden som varken hör till den företagsgrupp som är knuten till Caisse eller den statliga administrationen.

- 42 Sökanden har emellertid inte bestritt att investeringen, även om det formella beslutet om att investera i Air France till sist fattades av CDC-P, genomfördes efter avgörande påverkan från dess majoritetsdelägare, Caisse, och med de medel som detta bolag ställde till dess förfogande.
- 43 I rättsligt hänseende har sökanden förebrått kommissionen för att ha givit uttrycket "ges av en medlemsstat eller med hjälp av statliga medel", som förekommer i artikel 92 i fördraget, en extensiv tolkning genom att anse att statligt inflytande på en ekonomisk aktör i sig kan leda till att det betecknas statligt stöd, även om de belopp som berörs av investeringen i fråga inte härrör från statliga medel. Enligt sökanden är denna tolkning oförenlig med texten i nämnda artikel som skall tillämpas strikt. Villkoren i artikel 92 i fördraget har enligt sökanden inte uppfyllts om det omtvistade stödet, såsom i det föreliggande fallet, inte har givits varken av staten eller med hjälp av statliga medel. CDC-P tecknade de omtvistade värdepappren genom att använda medel med privat ursprung som Caisse ställt till dess förfogande.
- 44 Sökanden har understrukt att de medel som Caisse förvaltar är av privat ursprung. I enlighet med tillämpliga nationella föreskrifter kommer de medel som förvaltas av Caisse från frivilliga insättningar från enskilda eller insättningar från sparbanks. Caisse som skall förvalta privata medel, handlar således med avseende på "den allmänna sektionens" medel som kan förvaltas fritt i motsats till förvaltningen av sparmedlen, som en investerare som tar hänsyn till marknadsutvecklingen. Sökan-

den har vidare påpekat att de privata spararna har möjlighet att när som helst ta ut sina insatta medel som förvaltas av Caisse, vilket utgör en viktig skillnad i förhållande till de offentliga medel som på grund av att de härrör från skatter helt står till offentliga myndigheters förfogande.

- 45 Sökanden har dragit slutsatsen att eftersom de medel som Caisse förvaltar är privata, kan inte de belopp som denna ställde till CDC-P: s förfogande betecknas som statliga medel. Den omtvistade transaktionen skulle således inte inneburit varken en direkt eller indirekt överföring av statliga medel, och inte heller en ekonomisk börda för staten. I detta avseende har sökanden hänvisat till domstolens domar av den 24 januari 1978, Van Tiggele (82/77, Rec. s. 25, punkt 25), av den 17 mars 1993, Sloman Neptun (C-72/91 och C-73/91, Rec. s. I-887, punkt 21), och av den 30 november 1993, Kirsammer-Hack (C-189/91, Rec. s. I-6185, punkterna 17 och 18).
- 46 Med hänvisning till dom av den 21 mars 1991, Italien mot kommissionen (C-303/88, Rec. s. I-1433) och dom av den 2 februari 1988, Van der Kooy m. fl. mot kommissionen (67/85, 68/85 och 70/85, Rec. s. 219), samt till generaladvokatens förslag till avgörande i det sistnämnda målet (s. 240), har sökanden betonat att varken Caisse eller CDC-P i det aktuella fallet har agerat på statens order eller under ett förhärskande eller faktiskt statligt inflytande. Eftersom Caisse och CDC-P varken är statliga organ eller privata organ som kontrolleras av staten och eftersom deras beslut fattas självständigt utan någon föregående anvisning från eller godkännande i efterhand av staten, kunde enligt sökanden kommissionen inte beteckna CDC-P: s tecknande av de värdepapper som Air France emitterade i april 1993 som statligt stöd.
- 47 Kommissionen har för det första erinrat om domstolens rättspraxis enligt vilken förbudet i artikel 92.1 i fördraget omfattar allt stöd som ges av medlemsstaterna, utan åtskillnad mellan de fall där stödet ges direkt av staten och de fall där det ges av offentliga eller privata organ som staten inrättat för att förvalta stödet (den ovannämnda domen i målet Van der Kooy mot kommissionen, punkt 35). I det aktuella fallet hade Caisse i enlighet med tillämpliga nationella bestämmelser i uppdrag att administrera offentliga och privata medel, som ofta var insatta till följd av

en skyldighet enligt lag eller förordning. Hur de medel som förvaltas av Caisse skall användas, liksom även uttag av insatta medel, regleras för övrigt i lag eller förordning.

- 48 I detta hänseende har kommissionen erinrat om domstolens dom av den 2 juli 1974, Italien mot kommissionen (173/73, Rec. s. 709, punkt 35), enligt vilken det är fråga om statliga medel när de ifrågavarande medlen dels har tillförts genom obligatoriska insättningar som föreskrivs i nationell lag, dels förvaltas och fördelas i enlighet med denna lag, även om de administreras av ett organ som är åtskilt från de offentliga myndigheterna. Kommissionen anser att de insättningar som gjorts hos Caisse till följd av skyldigheter som följer av lag eller förordning skall anses som obligatoriska insättningar på det sätt som avses i domen. Under alla omständigheter är det enligt kommissionen inte nödvändigt att fastställa att det är de medel vars användning regleras i föreskrifter som särskilt och uttryckligen utgör stödåtgärder (ovannämnd dom av den 21 mars 1991, Italien mot kommissionen, punkt 14). De belopp som satts in i Caisse skulle därför inte kunna anses vara privata medel.
- 49 Kommissionen har understrukt den statliga inblandningen vid utseendet av företagsledningen i Caisse. Enligt gällande nationella bestämmelser utses den verkställande direktören i Caisse av Republikens president efter rekommendationer av finansministeriet. Det förhållandet att den verkställande direktören vid den aktuella tidpunkten endast kunde entledigas av Republikens president på begäran av övervakningskommissionen kan inte minska statens roll, eftersom nästan samtliga medlemmar av denna kommission tillhör statsapparaten. Andra direktörer och högre tjänstemän i Caisse utses av personer inom regeringen och fast anställda omfattas av de allmänna statliga tjänsteföreskrifterna. Den avgörande roll som de offentliga myndigheterna har för verksamheten i Caisse kan därför enligt kommissionen inte betvivlas.
- 50 Vad beträffar övervakningskommissionen har kommissionen uppgivit att även om denna företräder den lagstiftande makten, strider inte denna omständighet mot påståendet att Caisse lyder under staten. Staten är nämligen ansvarig i gemenskaps-

rättsligt hänseende, vilket organ som än givit upphov till fördragsbrottet. Enligt domstolens rättspraxis på andra områden är det, när staten ingriper, oväsentligt i vilken egenskap staten handlar (dom av den 26 februari 1986, Marshall, 152/84, Rec. s. 723, punkt 49, och dom av den 15 maj 1986, Johnston, 222/84, Rec. s. 1651, punkt 56). Det kan därför inte förnekas att de ingripanden Caisse gjorde skall anses vara statliga ingripanden, vilken sektion som de medel som används för en viss transaktion än härrör från.

- 51 Kommissionen har dragit slutsatsen att vilka särdrag som Caisse — som är ett offentligt organ — än har omfattas det av fördragets bestämmelser om statligt stöd. Även om Caisse teoretiskt sett är underställd den lagstiftande makten, kan man inte undandra dess verksamhet från gemenskapernas kontroll över statligt stöd. Eftersom Caisse är ett statligt organ, kan det inte bestridas att staten är ansvarig för dess verksamhet.
- 52 I sin replik har sökanden bestritt relevansen av de ovan nämnda domarna av den 2 juli 1974 och den 21 mars 1991, Italien mot kommissionen, som kommissionen har åberopat för att visa att de medel som CDC-P använde var statliga medel. Det är enligt sökanden nämligen så att det dels är omöjligt att anse de medel som Caisse ställt till förfogande vara "avsatta medel" beviljade av staten, eftersom de är privata medel, dels är dessa privata medel på intet sätt "obligatoriska insättningar" som föreskrivs i medlemsstatens lagstiftning, eftersom de utgör likvida och exigibla fordringar som insättningarna har på Caisse och de kan följaktligen inte betecknas som statliga medel.
- 53 Sökanden har tillagt att övervakningskommissionen är en kontrollmyndighet som utövar ett faktiskt inflytande över de beslut som den verkställande direktören i Caisse fattar. Under alla omständigheter skulle kommissionen på intet sätt ha visat att det beslut som Caisse hade fattat att ställa en del av sina egna medel till CDC-P:s förfogande för den omtvistade investeringen inte skulle ha kontrollerats av övervakningskommissionen.

- 54 Sökanden har vidare hävdad att uttrycket "statsapparaten" som kommissionen har använt för övrigt innebär en orimlig generalisering av begreppet statlig myndighet på det sätt som avses i artikel 92 i fördraget. De enda statliga myndigheter som kan besluta att bevilja en ekonomisk fördel som kan utgöra statligt stöd är de som förfogar över politisk makt som ger dem möjlighet att vidta åtgärder av allmänintresse, det vill säga regeringen och den statliga centrala administrationen som har till uppgift att tillämpa den ekonomiska politik som regeringen har fastställt.

Förstainstansrättens bedömning

- 55 Det skall prövas om det var på goda grunder som kommissionen ansåg att den omtvistade investering som CDC-P gjorde var resultatet av åtgärder som kunde tillskrivas den franska staten (ovannämnda dom av den 21 mars 1991, Italien mot kommissionen, punkt 11).
- 56 Artikel 92.1 i fördraget och artikel 61.1 i EES-avtalet avser stöd som beviljats av medlemsstaterna eller med hjälp av statliga medel, "av vilket slag det än är". Tolkningen av dessa bestämmelser bör följaktligen inte grundas på formella kriterier utan påverkas av deras syfte, som enligt artikel 3 g i fördraget är att säkerställa att konkurrensen inte snedvrids. Av detta följer att alla stöd som hotar konkurrensen och som härrör från den offentliga sektorn omfattas av de ovan nämnda bestämmelserna och det krävs inte att dessa stöd har beviljats av regeringen eller av en medlemsstats centrala myndigheter (se i detta hänseende domstolens dom av den 21 mars 1991, Italien mot kommissionen, C-305/89, Rec. s. I-1603, punkt 13, och ovan nämnda dom i målet Sloman Neptun, punkt 19).
- 57 I det aktuella fallet kan förstainstansrättens prövning begränsas till vilken ställning Caisse har. Även om tecknandet av värdepapperen i fråga formellt utfördes av CDC-P, ett icke statligt aktiebolag, har sökanden uttryckligen medgivit (repliken, punkt 12) att "investeringen genomfördes efter avgörande påverkan från dess

majoritetsdelägare [Caisse] och med de medel som detta bolag ställde till dess förfogande”. Det följer att tecknandet i fråga under alla omständigheter kan tillskrivas Caisse. Den argumentation som sökanden har utvecklat i denna fråga angående CDC-P: s påstådda självständighet saknar följaktligen relevans.

- 58 Det skall beträffande Caisse erinras om att detta bolag är inrättat genom 1816 års lag såsom ett ”särskilt organ” som ”övervakas och garanteras av de lagstiftande myndigheterna” och att dess uppgifter — vilka utgörs av i synnerhet administration av de offentliga och privata medel som skapats genom obligatoriska insättningar — regleras av föreskrifter i lag och förordning och att dess verkställande direktör utses av Republikens president och att övriga direktörer utses av regeringen.
- 59 Dessa faktorer är tillräckliga för att det skall vara berättigat att anse att Caisse omfattas av den offentliga sektorn. Caisse är visserligen knutet endast till ”den lagstiftande makten”. Den lagstiftande makten är emellertid en del av en stats konstitutionella makt, vilket medför att åtgärder som vidtas av Caisse oundvikligen kan hänföras till staten.
- 60 Detta resonemang bekräftas av domstolens rättspraxis på området avseende talan om fördragsbrott väckt med stöd av artikel 169 i fördraget, enligt vilken en medlemsstats ansvar kan göras gällande vilket statligt organ som än genom handlande eller underlåtenhet givit upphov till fördragsbrottet ”även om det rör sig om en myndighet som enligt grundlag är självständig” (dom av den 5 maj 1970, kommissionen mot Belgien, 77/69, Rec. s. 237, punkt 15). Denna bedömning gäller också för den sektor som kontrollerar statligt stöd, eftersom domstolen faktiskt har bekräftat att den talan som väcks med stöd av artikel 93.2 andra stycket i fördraget endast är en variant på en talan om fördragsbrott, som speciellt anpassats till de särskilda problem som statligt stöd medför för konkurrensen och den gemensamma marknaden (dom av den 14 februari 1990, Frankrike mot kommissionen, C-301/87, Rec. s. I-307, punkt 23).

- 61 Av det som anförts ovan följer att det var på goda grunder som kommissionen betecknade Caisse som ett organ som tillhör den offentliga sektorn och vars åtgärder kan tillskrivas franska staten.
- 62 Denna slutsats motsägs inte av argumenten avseende den självständiga rättsliga ställning som Caisse har i förhållande till de statliga politiska myndigheterna, den omständigheten att dess verkställande direktör endast är placerad under den oberoende övervakningskommissionens kontroll, den särskilda ställning som Caisse har i förhållande till Cour des comptes eller de särskilda regler som gäller för dess redovisning och skatter. Det rör sig nämligen i detta fall om faktorer som omfattas av den interna organisationen av den offentliga sektorn och förekomsten av regler som säkerställer en offentlig myndighets självständighet i förhållande till andra myndigheter påverkar inte själva principen om denna myndighets offentligrättsliga karaktär. Det kan inte enligt gemenskapsrätt vara tillåtet att genom att helt enkelt skapa självständiga myndigheter med uppgift att distribuera stöd kringgå reglerna om statligt stöd.
- 63 I den utsträckning som sökanden vidare har bestritt den omtvistade investeringens karaktär av statligt stöd genom att betona att de medel som förvaltas av Caisse har privat ursprung och det faktum att insättningarna av dessa medel när som helst kan kräva att de återbetalas, skall det erinras om att enligt domstolens rättspraxis (ovannämnda dom i målet Van Tiggle, punkt 25, och dom av den 13 oktober 1982, Norddeutsches Vieh-und Fleischkontor, 213/81, 214/81 och 215/81, Rec. s. 3583, punkt 22), skall den omtvistade investeringen, för att kunna anses som statligt stöd, bedömas som en fördel som direkt eller indirekt ges med hjälp av statliga medel, vilket förutsätter att "de medel genom vilka stödet gavs härrör från medlemsstaten".
- 64 Sökanden har hävdatt att de medel som insatts i Caisse, på grund av att de skall återbetalas, inte är samma sak som de "obligatoriska insättningar" vilka var föremål för analys i den ovannämnda domen av den 2 juli 1974, Italien mot kommissionen, eftersom endast de sistnämnda medlen förblir definitivt stående till statens förfogande. I detta hänseende skall det erinras om att domstolen i den domen (punkterna 33 till 35) förklarade att befrielse från en del av de offentliga avgifter som uttas av företag inom en viss industriell sektor utgjorde stöd på det sätt som

avses i artikel 92 i fördraget, eftersom den intäktsförlust som följde av befrielsen kompenserades av medel som härrörde från obligatoriska skatter som uttogs enligt medlemsstatens lag.

- 65 Det är sant att det aktuella fallet skiljer sig från det illustrerade fallet som var föremål för den ovan nämnda domen, eftersom de i Caisse insatta beloppen inte betalades till någon där medlen gick förlorade, utan kunde tas ut av insättarna. Dessa belopp stod följaktligen inte till den offentliga sektorns permanenta förfogande, i motsats till inkomster som består av obligatoriska skatter eller avgifter. Inte desto mindre skall det prövas i vilken utsträckning den rättsliga ställning som de medel som förvaltas av Caisse återspeglas i den ekonomiska verkligheten, särskilt med hänsyn till att gemenskapsrätten avser stöd som ges med hjälp av statliga medel "av vilket slag det än är".
- 66 I detta avseende kan det konstateras att de insättningar och uttag av de medel som förvaltas i Caisse ger ett konstant saldo som denna kan använda som om medlen motsvarande detta saldo fortsätter att stå till dess förfogande definitivt. Caisse kan på grund av detta handla "som en investerare som tar hänsyn till utvecklingen av marknader", vilket sökanden själv har påpekat (ansökan punkt 11), genom att på eget ansvar använda det nämnda disponibla saldot.
- 67 Förstainstansrätten anser att den omtvistade investeringen, vilken finansierades med hjälp av det disponibla saldot hos Caisse, kan snedvrida marknaden på det sätt som avses i artikel 92.1 i fördraget på samma sätt som om investeringen hade finansierats med hjälp av medel från obligatoriska skatter eller avgifter. Denna bestämmelse omfattar således alla likvida medel som den offentliga sektorn faktiskt kan använda för att stödja företag och det är inte relevant om dessa medel permanent ingår bland denna sektors tillgångar, eller inte. Den omständigheten att de medel som Caisse använde skulle återbetalas är följaktligen utan relevans. För övrigt finns det inget i akten som tyder på att den omtvistade investeringens genomförande försvårades av att de använda medlen skulle återbetalas.

68 Denna slutsats motsägs inte av domstolens dom av den 30 januari 1985, kommissionen mot Frankrike (290/83, Rec. s. 439, punkt 15), i vilken domstolen fann att "ett stöd som har beslutats och finansierats av ett offentligt organ och vars genomförande förutsätter de offentliga myndigheternas godkännande, omfattas av artikel 92 i fördraget". Denna dom skall nämligen inte tolkas på så sätt att beteckningen statligt stöd alltid förutsätter ett godkännande av de offentliga myndigheterna och detta även i de fall då den finansiella transaktionen i fråga har beslutats och finansierats av ett organ som redan tillhör den offentliga sektorn. Det var snarare så att domstolen inskränkte sig till att ange alla de faktorer som faktiskt förelåg i det mål som skulle avgöras för att kunna fastställa att dessa faktorer sammantagna under alla omständigheter omfattades av artikel 92.1 i fördraget. Även om den omtvistade investeringen som Caisse vidtog inte hade fått den franska regeringens godkännande, räcker följaktligen den omständigheten att Caisse, som tillhör den offentliga sektorn, använde medel som stod till dess förfogande för investeringen, såsom det har redogjorts för ovan, för att beteckna investeringen som en statlig åtgärd som kan utgöra stöd på det sätt som avses i artikel 92.1 i fördraget.

69 Det följer att den första delen av den första grunden inte kan vinna bifall.

Andra delen av den första grunden

70 I den mån som sökanden med stöd av flera olika argument gör gällande att kommissionen i det aktuella fallet har åsidosatt kriteriet om hur en upplyst privat investerare som är verksam under normala marknadsekonomiska villkor agerar, skall det för det första erinras om att detta kriterium är en utveckling av principen om att den privata och den offentliga sektorn skall behandlas lika, enligt vilken kapital som staten direkt eller indirekt ställer till ett företags förfogande under omständigheter som motsvarar normala marknadsvillkor inte kan betecknas som statligt stöd (ovan nämnd dom av den 21 mars 1991, Italien mot kommissionen, C-303/88, punkt 20).

- 71 Det är viktigt att för det andra erinra om att i sin dom av den 29 februari 1996, Belgien mot kommissionen (C-56/93, REG. s. I-723, punkterna 10 och 11) ansåg domstolen, vid sin prövning av grunder avseende en uppenbart oriktig bedömning av omständigheter respektive en felaktig tolkning av artikel 92.1 i fördraget, att kommissionens prövning av frågan om en viss åtgärd kan betecknas som stöd på det sätt som avses i artikel 92.1 i fördraget då en stat inte har agerat "som en vanlig ekonomisk aktör" innefattar en komplicerad ekonomisk bedömning. I det aktuella fallet innefattade kommissionens tillämpning av kriteriet om hur en upplyst privat investerare normalt skulle agera också komplicerade ekonomiska bedömningar.
- 72 Det framgår emellertid av en fast rättspraxis att kommissionen har ett utrymme för skönsmässig bedömning när den antar en rättsakt som förutsätter sådana bedömningar. Domstolsprövningen skall då begränsas till en kontroll av att bestämmelser angående förfarande och motivering har iakttagits, att de omständigheter som lagts till grund för det ifrågasatta beslutet materiellt sett är riktiga, att bedömningen av dessa omständigheter inte är uppenbart oriktig och att det inte förekommit maktmissbruk (samma dom i målet Belgien mot kommissionen, punkt 11).
- 73 Det är mot bakgrund av dessa överväganden som sökandens argument skall prövas.

Argumentet avseende en felaktig analys av tidpunkten för CDC-P: s investeringsbeslut

— Parternas argument

- 74 Sökanden har påstått att kommissionen genom att i det omtvistade beslutet endast ta hänsyn till den tidpunkt då CDC-P: s faktiskt tecknade de värdepapper som Air France hade emitterat, det vill säga i april 1993, har bortsett från den tid som behövs för att förbereda och genomföra en transaktion som är så komplicerad som

en emission av ORA och TSIP-BSA. Eftersom CDC-P medverkat i förberedandet av emissionen, hade detta företag deltagit ända från början i utarbetandet av den slutgiltiga finansiering som föreslogs allmänheten. De första kontakterna mellan Air France och CDC-P ägde enligt sökanden rum i november 1992. I december 1992, efter en gynnsam analys som fastställts för Air France av de finansiella utsikter på medellång sikt, kom sistnämnda företag överens med CDC-P om att fastställa finansiella mål på lång sikt, vilka färdigställdes under januari månad 1993. Styrelsen i CDC-P informerades officiellt om den omtvistade transaktionen under januari 1993. CDC-P meddelade vid denna tidpunkt Air France ett förslag angående tecknande upp till den summa den planerade publika emissionen skulle uppgå till, vilket innebar att detta företag garanterade den planerade transaktionen.

- 75 Sökanden har understrukt att det inte var förrän i slutet av det första kvartalet som den ”kraftiga försämring av den finansiella strukturen i Air France”, som kommissionen hänvisar till för att motivera att den omtvistade investeringen betecknades som statligt stöd, ägde rum. De studier avseende avkastning som låg till grund för investeringsbeslutet utfördes på grundval av räkenskaper som hade fastställts den 30 september 1992 — de enda siffror som fanns tillgängliga vid slutet av år 1992 — eftersom första kvartalet år 1993 ägnades åt genomförandet av de planerade emissionerna. Tecknandet i april 1993 var därför endast det formella resultatet av en process som följt på ett ekonomiskt beslut som hade fattats alldeles i början av år 1993, då den ovannämnda finansiella försämringen ännu inte hade inträffat.
- 76 Sökanden anser att kommissionen genom att framhålla investeringens formella aspekt, det vill säga själva tecknandet i april 1993, framför verkligheten bakom beslutet, har fastställt tidpunkten för den ekonomiska bedömningen av transaktionen till en dag som ligger fyra månader senare i tiden än den dag då beslutet faktiskt fattades. Genom att göra detta följde inte kommissionen sin egen doktrin på området för konkurrens och statligt stöd, som innebär att hänsyn skall tas till transaktionens ekonomiska natur och inte till dess rättsliga form. Enligt sökanden valde kommissionen utan skäl den lösning som bäst gynnade dess intressen, utan att ta hänsyn till de praktiska realiteterna i samband med genomförandet av en publik emission.

- 77 Kommissionen har erinrat om att enligt det omtvistade beslutet borde tidpunkten för CDC-P: s beslut att investera, i enlighet med gängse handelsbruk, vara den då tecknandet faktiskt ägde rum, i april 1993, och att under alla omständigheter kunde denna tidpunkt inte anses infalla tidigare den 17 februari 1993. Genom att anse att inget beslut som var rättsligt bindande hade kunnat fattas före denna tidpunkt har kommissionen utöver de rent rättsliga formerna beaktat den verkliga behörigheten och den faktiska inverkan. I meddelandet av den 7 januari 1994 som de franska myndigheterna tillsände kommissionen uppges tydligt att ”i februari 1993 befäste CDC-P sitt beslut” att teckna de omtvistade emitterade värdepapparen.

— Förstainstansrättens bedömning

- 78 I det omtvistade beslutet (EGT nr L 258, s. 32) gjorde kommissionen följande konstateranden på grundval av den information som de franska myndigheterna lämnat:

”... styrelsen i Air France har efter förhandlingar med CDC-P fastställt närmare bestämmelser för investeringen och föreslagit aktieägarna att godkänna emissionen den 17 februari 1993. På den extra bolagsstämman den 24 mars 1993 godkändes de slutgiltiga bestämmelserna för emissionen av obligationerna. Enligt normalt handelsbruk skall CDC-P: s investeringsbeslut anses ha fattats vid tidpunkten för tecknandet av obligationerna (det vill säga i april 1993). De franska myndigheterna har inte visat att CDC-P var rättsligt förpliktad att teckna de emitterade värdepapparen före denna tidpunkt. Då det inte föreligger någon rättsligt bindande handling, måste varje förklaring som CDC-P lämnat före denna tidpunkt endast anses vara en avsiktsförklaring. Under alla omständigheter, och även om det antas att CDC-P fattade ett oåterkalleligt beslut att investera före april 1993, kan den relevanta tidpunkten inte infalla tidigare än den 17 februari 1993 (det datum då styrelsen föreslog att emittera obligationerna). Före detta datum var de slutgiltiga bestämmelserna för emissionen inte fastställda och CDC-P hade därför inte tillräcklig information för att fatta ett slutgiltigt beslut eller att åta sig förpliktelser i någon form.”

- 79 Kommissionens resonemang kan inte anses ge prov på en uppenbart oriktig bedömning. En upplyst privat investerare skulle inte under normala omständigheter ha fattat ett beslut att oåterkalleligt förplikta sig att vidta en investering av den

storlek det är fråga om eller att garantera den så länge som de närmare bestämmelserna för denna investering ännu inte hade fastställts slutgiltigt. I det aktuella fallet skulle han inte ha fattat ett sådant beslut före den 17 februari 1993. I en sådan situation som den i det föreliggande målet — där tecknandet av de omtvistade värdepapperna i april 1993 hade föregåtts av flera månaders förhandlingar mellan utgivaren och tecknaren — skulle dessutom en upplyst privat investerare ha sett till att under den tid förhandlingarna fördes uppmärksamt följa den ekonomiska och finansiella utvecklingen av det företag som var berört av hans investeringsplaner. Om något negativt av större betydelse skulle inträffa hade han inte tvekat att avstå från investeringsplanerna så länge som han inte var rättsligt förpliktad att genomföra dem. Kommissionen kunde därför på goda grunder anse att investeringsbeslutet i det aktuella fallet hade fattats i april 1993, eller tidigast den 17 februari 1993.

80 Vad beträffar frågan som sökanden ställt om vilka relevanta ekonomiska och finansiella faktorer som en upplyst privat investerare rimligen kunde, och borde, ha tagit hänsyn till vid den aktuella tidpunkten, skall denna prövas i samband med de argument som följer.

81 Argumentet avseende en felaktig analys av tidpunkten för investeringsbeslutet kan följaktligen under alla omständigheter inte godtas.

Argumentet avseende en felaktig analys av det sammanhang i vilket CDC-P fattade investeringsbeslutet

— Parternas argument

82 Sökanden har gjort gällande att kommissionen i beslutet har undvikit varje form av analys av den allmänna situationen inom luftfartssektorn vid tidpunkten för den omtvistade transaktionen. En analys av det den omtvistade investeringens närmare

sammanhang hade inte hindrat en upplyst privat investerare från att fatta ett liknande beslut. Även om den information som fanns tillgänglig vid den aktuella tidpunkten visar att situationen för Air France hade försämrats under räkenskapsåret 1992 var det berättigat att CDC-P tog hänsyn till olika faktorer som gjorde det möjligt att hoppas på en snabb förbättring av situationen. Bland dessa faktorer var enligt sökanden den trafikökning som noterades av Air France under år 1992 (+ 11,2 procent i slutet av november 1992).

- 83 Sökanden har tillagt att beslutet att teckna de omtvistade värdepapperna i stor utsträckning var förenat med villkoret att omstruktureringsplanen (PRE 1) genomfördes i oktober 1992. PRE 1 hade utarbetats av Air France och syftade till att komplettera planen CAP'93 och målet som fastställdes var att återvinna den finansiella jämvikten från och med år 1994, eftersom omstruktureringen av Air France dessutom hade inletts för flera år sedan. Även om resultatet i Air France under år 1992 således inte var det förväntade, kunde CDC-P hoppas på en förbättring av sin finansiella situation under de kommande åren. I detta sammanhang hade PRE 1 varit ett uttryck för en mycket stark vilja hos styrelsen i Air France att vidta de åtgärder som var nödvändiga med målsättningen att öka den årliga självfinansieringskapaciteten med 3 miljarder FF, att fortsätta minska antalet anställda för att förbättra produktiviteten och inleda en aggressivare affärskampanj. Det var således på goda grunder som CDC-P hade ansett att den enorma neddragningen av antal anställda (5 000 på två år), de affärsmässiga åtgärder som hade genomförts för att motverka sänkning av intäkt per enhet samt målsättningarna i CAP'93 och PRE 1 (en förbättring med 4,5 miljarder FF av verksamhetens bruttoöverskott under 1994) var väl avpassade till svårigheterna inom Air France, även om de förseningar för de planerade åtgärdernas genomförande hade varit betydande.

- 84 Sökanden har vidare påpekat att de förväntade utsikterna om förbättring inom Air France med hänsyn till de åtgärder som hade föreskrivits i PRE 1 förstärktes av den förväntade utvecklingen av luftfartssektorn för år 1993. Dels avsåg Air France i början av år 1993 att öka sin passagerar- och frakttrafik, dels hade finansföretaget Edmond de Rothschild Banque, i en undersökning genomförd den 13 januari 1993 efter en kapitalökning i Air France, betonat att luftfartssektorn trots att den var svag uppvisade några för investerare uppmuntrande tecken på kort sikt.

- 85 Genom att åberopa bristerna i omstruktureringsplanerna som Air France genomförde har kommissionen enligt sökanden grundat det omtvistade beslutet på omständigheter som inte kunde ha varit kända för investerare vid tidpunkten för beslutet om att teckna de omtvistade värdepapperen. Misslyckandet av planen PRE 1 berodde nämligen på händelser som inträffade under första kvartalet av år 1993. Omstruktureringsplanen CAP'93 hade för övrigt fortfarande varit i kraft i april 1993 och kommissionen kunde inte anse att de finansiella mål som hade fastställts i CAP'93 inte skulle ha kunnat uppnås vid tidpunkten för tecknandet i fråga. På samma sätt hade varken den dramatiska sänkning av passagerartrafik som inträffade under de fyra första månaderna av år 1993, eller den finansiella situationen inom Air France efter september månad 1992, enligt sökanden, kunnat vara kända för CDC-P vid tidpunkten för den omtvistade investeringen.
- 86 Vad beträffar sammanhanget på medellång och lång sikt avseende den omtvistade investeringen, har sökanden understrukit att framtidsutsikterna såväl för flygbolagssektorn i allmänhet som för Air France i synnerhet gjorde det möjligt att anse att ett deltagande i de ifrågavarande emissionerna innebar en finansiellt gynnsam möjlighet. Sökanden har, åter med hänvisning till den undersökning som hade genomförts av företaget Rothschild, särskilt påpekat att det i den nämnda undersökningen framhävdes att "lönsamheten i företag som har förbättrat sin produktivitet, bör öka avsevärt då ekonomin återhämtar sig", vilket är anledningen till att "vissa analytiker generellt rekommenderar sektorn på lång sikt".
- 87 I detta hänseende har sökanden påmint om de fördelar som Air France hade, nämligen den privilegierade tillgången till flygplatsen Charles-de-Gaulle de Roissy-en-France, ett exceptionellt nätverk inom Frankrike och på internationell nivå samt en finansiell struktur som i slutet av år 1992 var jämförbar med eller bättre än hos de största konkurrenterna. Skuldsättningen i Air France motsvarade enligt sökanden 33 procent av dess omsättning, jämfört med 38 procent för British Airways, 41 procent för Swissair och 67 procent för Japan Airlines. På samma sätt förblev relationen mellan nettoresultatet och omsättningen i Air France-gruppen fullt jämförbar med konkurrenternas i slutet av år 1992. Det var alla dessa faktorer som hade lett affärsbanken Lehman Brothers till att betona den potential som fanns inom Air France genom att i en undersökning som publicerades i september 1993 påpeka att "there is a great potential for Air France to become one of Europe's most successful airlines [...] Air France has the potential to become a profitable, leading European carrier".

- 88 Denna optimistiska analys av marknadsutvecklingen på lång sikt har enligt sökanden bekräftats av kommissionen själv som i sitt beslut 94/118/EG av den 21 december 1993 om Irlands beviljande av stöd till gruppen Aer Lingus [vid överläggningen fanns ingen svensk version att tillgå] (EGT nr L 54, 194, s. 30), bekräftade att utsikterna för luftfartsindustrin förblev tämligen positiva på lång sikt och att om den allmänna ekonomin lyckades återhämta sig skulle flygbolagen komma att notera bättre resultat under de två kommande åren (EGT, s. 38). I sitt ovan nämnda beslut 94/653 av den 27 juli 1994, som antogs samma dag som det omtvistade beslutet och i vilket den anmälda ökningen av aktiekapitalet i Air France godkändes, preciserade kommissionen att eftersom passagerartrafiken hade ökat med 14 procent under år 1992 och 9 procent under år 1993, förblev utsikterna för den europeiska luftfartsindustrin ganska gynnsamma på medellång sikt (1994/1997), då trafiken antagligen skulle komma att öka med 6 procent per år (EGT, s. 82).
- 89 Sökanden har vidare understrukit att kommissionen i det omtvistade beslutet har intagit en ståndpunkt som strider mot den ståndpunkt den utvecklade med anledning av emissionen i Air France av ORA i juli 1992. Den ansåg nämligen vid den tidpunkten att det förhållandet att år 2000 äga aktier i Air France innebar "en viktig tillgång med hänsyn till utvecklingsprognoserna för Air France-gruppen och företagets värdeökning". Sökanden har påpekat att även om situationen för Air France visserligen försämrades mellan juli 1992 och början av år 1993, försämrade detta likväl inte företagets utsikter på lång sikt. Det enda som ökade var investerarnas risktagande, på grund av de övergående svårigheter som uppkom under denna tid, vilket medförde att den utdelning som gavs inom ramen för emissionerna i april 1993 ökade i jämförelse med år 1992.
- 90 Sökanden har av detta dragit slutsatsen att kommissionen inte i det omtvistade beslutet kunde påstå att en normal investerare inte skulle ha genomfört en investering inom denna sektor och förebrå CDC-P för att ha förutspått denna allmänna utveckling av luftfartssektorn från och med början av år 1993. CDC-P som var medveten om de finansiella svårigheterna inom Air France, vilka framgick av dess räkenskaper den 30 september 1992, hade enligt sökanden ansett att dessa svårigheter var övergående och skulle ses i ett sammanhang som i stort var förmånligt och som skulle leda till att Air France på sikt åter blev lönsamt. Denna analys delades för övrigt av de privata investerare som tecknat de omtvistade emitterade värdepapperen.

- 91 Under alla förhållanden var det vid den tidpunkt då beslutet fattades — då endast Air France: s räkenskaper av den 30 september 1992 fanns tillgängliga, eftersom de slutgiltiga räkenskaperna för räkenskapsåret 1992 ännu inte hade publicerats — på goda grunder som CDC-P beaktade det vinstgivande rörelseresultatet som Air France-gruppen uppnått under räkenskapsåret 1991 (213 miljoner FF) och de positiva nettoresultat som uppnåddes under räkenskapsåren 1983 till 1989 (685 miljoner FF under år 1989). I detta sammanhang har sökanden hänvisat till domstolens dom av den 10 juli 1986, Belgien mot kommissionen (234/84, Rec. 2263, punkt 15), enligt vilken det är rimligt att en privat delägare kan tillföra det nödvändiga kapitalet för att säkerställa överlevnaden av ett företag som har svårigheter av övergående natur, men som i förekommande fall efter en omstrukturering kommer att vara i stånd att bli lönsamt igen.
- 92 Kommissionen har för det första förklarat att den inte har påstått att en privat investerare inte skulle ha genomfört en investering inom luftfartssektorn. Den undersökte snarare frågan om huruvida en privat investerare med hänsyn till den finansiella situationen inom Air France skulle ha investerat 1,5 miljarder FF vid den tidpunkt då CDC-P fattade beslutet. Det var enligt kommissionen avsaknaden av en godtagbar omstruktureringsplan som gjorde att denna fråga besvarades nekande.
- 93 Det är enligt kommissionen felaktigt att påstå att CDC-P: s beslut att investera fattades med beaktande av omstruktureringsplanen CAP'93. Denna plan hade nämligen ersatts i oktober 1992 av planen PRE 1. Som framgår av de franska myndigheternas meddelande av den 7 januari 1994 gjordes CDC-P: s investering "just inom ramen för en betydande omstruktureringsplan som lagts fram under hösten år 1992 (plan för att återfå jämvikten)". I detta sammanhang har kommissionen påmint om att den i det omtvistade beslutet (EGT, s. 33 och 34) har analyserat PRE 1 i detalj och bedömt den vara otillräcklig för att till och med på lång sikt återställa den ekonomiska livsdugligheten i Air France. När kommissionen prövade PRE 1 gjorde den detta mot bakgrund av hur planen lades fram i oktober 1992 och den bedömdes inte på grundval av omständigheter som inträffade efter det omtvistade investeringsbeslutet.
- 94 Kommissionen anser vidare att det är felaktigt av sökanden att påstå att endast Air France: s räkenskaper av den 30 september 1992 var tillgängliga då CDC-P fattade

sitt beslut att investera. Omfattningen av de förluster som Air France drabbats av under år 1992 kunde förutses och de var sedan november 1992 delvis fastställda. Redan den 13 oktober, den 7 november och den 15 december 1992 hade det nämligen i tidningsartiklar sagts att styrelseordföranden och den verkställande direktören i Air France hade tillkännagivit att koncernens förluster för år 1992 beräknades uppgå till 3 miljarder FF. Förlustprognosen om 3,2 miljarder FF hade uttryckligen nämnts i ett prospekt från Air France angående ett lån för februari 1993 som Commission des opérations de Bourse (börstransaktionskommissionen, nedan kallad COB) godkänt den 25 januari 1993. Det är enligt kommissionen otänkbart att CDC-P, som förhandlade med Air France sedan november 1992, inte skulle känna till dessa siffror och vara ovetande om den allvarliga försämring som detta utgjorde i jämförelse med de tidigare förlusterna.

- 95 Enligt kommissionen leder, i motsats till sökandens påståenden, således inte den omtvistade investeringens närmare sammanhang på något sätt till ett bekräftande av att en privat investerare skulle ha genomfört investeringen. Allvaret i den situation som Air France befann sig i borde ha varit känt för sökanden. Den ökning av trafiken med 11,2 procent som Air France uppvisade under de första elva månaderna av år 1992 utgjorde inte ett tecken på förbättring med tanke på att under samma period sjönk den intäkt per enhet som registrerades av Air France med 8,1 procent. Dessutom var Air France:s resultat under år 1992 i jämförelse med sina konkurrenters resultat relativt medelmåttigt. Air France hade ökat antalet kilometer av passagerartransport med 8,9 procent, medan British Airways ökat med 15,4 procent, Lufthansa med 14 procent och KLM med 16,1 procent, och den genomsnittliga förbättringen under år 1992 i detta hänseende för alla företag inom EES var 13,3 procent.
- 96 Enligt kommissionens uppfattning var inte heller utsikterna på medellång och lång sikt av sådan att en upplyst privat investerare skulle ha lockats att investera i Air France vid den tidpunkt då CDC-P fattade sitt beslut. Kommissionen anser att företaget Rothschilds undersökning, vilken sökanden har åberopat, varken innehåller en analys av följderna av att luftfarten liberaliserades under år 1997, eller av den finansiella situationen inom Air France och inte heller behandlades de problem som hängde samman med dess produktivitet. Vad beträffar den rapport som Lehman Brothers sammanställde har kommissionen understrukt att den är från september 1993, varför dess innehåll och slutsatser inte var kända för CDC-P då detta företag fattade sitt beslut att investera. Under alla omständigheter bekräftas det i denna rapport, med avseende på Air France, att: "until recently, lack of strategic

vision and restrictive work practices have been at the heart of continual and heavy group losses". I rapporten knyts den potential som finns i Air France att bli en av de mest lönsamma företagen i Europa likaså till dess förmåga att avsevärt minska sina kostnader. I PRE 1, som var gällande vid den aktuella tidpunkten, fastställdes ingen faktisk åtgärd för att sänka kostnaderna i Air France.

— Förstainstansrättens bedömning

97 I det omtvistade beslutet beskrivs den ekonomiska situationen inom Air France i detalj och den mycket kraftiga försämringen i dess finansiella struktur under de tre år som föregick den omtvistade investeringen understryks särskilt. Kommissionen noterar där att Air France ackumulerat förluster uppgående till 717 miljoner FF under år 1990, 685 miljoner FF under år 1991 och 3,2 miljarder FF under år 1992, och således hade förlusterna fyrdubblats i jämförelse med år 1991 trots att omstruktureringsplanen CAP'93 hade antagits och trots kapitaltillskott under åren 1991 och 1992 om 5,84 miljarder FF (se ovan, punkt 2). Kommissionen anser dessutom att det var uppenbart att den nya omstruktureringsplanen PRE 1, vilken antogs i oktober 1992, inte ens på lång sikt kunde avhjälpa den svåra situationen i Air France.

98 Kommissionen är i detta avseende inte, då den utnyttjar sitt utrymme för sköns-
mässig bedömning på detta område, tvungen att tona ned det negativa resultat som den har kommit fram till genom att beakta tecken och möjligheter till förbättring som sökanden har åberopat, eftersom de kunde anses vara obetydliga i förhållande till den allmänna finansiella och ekonomiska situationen inom Air France. I detta hänseende räcker det med att hänvisa till domstolens dom av den 3 oktober 1991, Italien mot kommissionen (C-261/89, Rec. s. I-4437, punkt 14) i vilken domstolen, i stället för att förplikta kommissionen att vidta en utförlig avvägning mellan alla positiva och negativa faktorer, tillät en helhetsbedömning med avseende på företaget Alumnia, enligt vilken ett positivt rörelseresultat, under förutsättning att det kunde förutses, inte räckte för att en hypotetisk privat investerare skulle ha lockats att tillföra kapitalet i fråga, eftersom ett sådant resultat var för svagt för att uppväga den överväldigande skuldvolymen och de allvarliga förlusterna.

- 99 Utan att bestrida de ovan nämnda faktorerna som kommissionen har tagit hänsyn till i det omtvistade beslutet har sökanden likväl framfört en rad klagopunkter som riktar sig mot kommissionens bedömning.
- 100 Sökanden har för det första hävdade att då den omtvistade investeringen ägde rum hade de slutgiltiga räkenskaperna för räkenskapsåret 1992 vilka visade en förlust om 3,2 miljarder FF för det året ännu inte publicerats, varför CDC-P inte vid denna tidpunkt kunde känna till dessa negativa siffror.
- 101 I detta avseende skall det erinras om att det i tidningsartiklar, vilka hade tryckts i oktober, november och december 1992 i *Le Figaro*, *Financial Times* och *Le Monde*, hade berättats om att Air France-gruppen väntade förluster i storleksordningen 3 miljarder FF för räkenskapsåret 1992. I ett låneprospekt som Air France själv utgivit, vilket den 25 januari 1993 fått godkännande av COB, gjordes följande "framtidsutsikter" gällande: "det konsoliderade nettoresultatet (för gruppen) under räkenskapsåret 1992 beräknas i dag uppgå till en förlust om 3,2 miljarder FF". Kommissionen kunde därför på goda grunder anse att en upplyst privat investerare skulle ha varit medveten om dessa siffror, desto mer som denne investerare, CDC-P, förde förhandlingar med Air France sedan november 1992. De klagopunkter som avser att kommissionen tagit hänsyn till förlusten om 3,2 miljarder FF som registrerades under år 1992 vinner således inget stöd.
- 102 Sökanden har för det andra gjort gällande att kommissionen har bortsett från den positiva karaktären av de sammantagna målen i omstruktureringsplanen PRE 1 och programmet CAP'93 — som ännu var gällande i april 1993 — och att den har grundat det omtvistade beslutet på omständigheter som inträffade efter det att investeringsbeslutet hade fattats, eftersom misslyckandet med planen PRE 1 egentligen berodde på händelser som inträffade efter den tidpunkten.
- 103 I detta hänseende skall det noteras att det omtvistade beslutet, efter att de åtgärder som fastställts i PRE 1 beskrivits, innehåller slutsatsen att den sistnämnda planen

var ofullständig i flera avseenden och att den uppvisade vissa brister. Kommissionen påpekade således bland annat att bortsett från att det inrättats ett rabattcentrum på flygplatsen Charles-de-Gaulle de Roissy-en-France, hade det inte planerats någon annan åtgärd för att öka intäkterna, att den förutsebara marknadsutvecklingen med anledning av liberaliseringen inte hade analyserats i planen, att ingen anpassning av affärspolitiken inom Air France till den temporära överkapaciteten inom luftfarten hade framtagits i planen, utan i stället följdes en investeringsstrategi och det förutsågs inte heller några omstruktureringsåtgärder för det fall företagets ekonomiska situation skulle förvärras ytterligare. I detta sammanhang varken nämns eller beaktas det i det omtvistade beslutet någon omständighet som inträffade efter februari månad år 1993. Sökanden har för att bemöta dessa bedömningar inskränkt sig till att hävda att CDC-P: s beslut att investera i stor utsträckning stöddes på att PRE 1 skulle genomföras, att skriva om de mål som fastställs i denna och att räkna upp de förväntade resultaten. Förstainstansrätten anser att detta sätt att argumentera inte kan visa att kommissionen gjorde en uppenbart oriktig bedömning genom att anse att PRE 1 var otillräcklig för att ens på lång sikt återställa den ekonomiska livsdugligheten och lönsamheten i Air France.

104 Vad beträffar betydelsen av programmet CAP'93 skall det påpekas att de franska myndigheterna under det administrativa förfarandet inte visat något som helst samband mellan den aktuella omtvistade investeringen och programmet CAP'93. De har tvärtom i sin skrivelse av den 7 januari 1994 påpekat att denna investering endast gjordes inom ramen för PRE 1. CAP'93, som åtföljdes av ett tillskott om 5,84 miljarder FF under åren 1991 och 1992, utmynnade i en fyrdubbling av förlusterna i Air France vilka under år 1992 uppgick till 3,2 miljarder FF. Det var således på goda grunder som kommissionen inte beaktade programmet CAP'93 i det omtvistade beslutet.

105 Sökanden har för det tredje slutligen hävdatt att kommissionen genom att anse att ingen upplyst privat investerare skulle ha genomfört den omtvistade investeringen öppet motsade sina egna optimistiska bedömningar vad gällde utvecklingen av den civila luftfartssektorn inom gemenskapen i allmänhet, och av Air France i synnerhet. Sökanden har tillagt att dessa optimistiska bedömningar för övrigt delades av sakkunniga inom banksektorn.

- 106 I den mån sökanden således har hänvisat till de beslut som kommissionen fattade den 20 november 1991 och 15 juli 1992 (se ovan, punkt 2) skall det för det första konstateras att sökanden har citerat den text som meddelades pressen med anledning av dessa beslut, i vilken det återges en mycket positivare bild av utvecklingsmöjligheterna inom Air France-gruppen än i själva besluten. I de sistnämnda anses det nämligen endast att de finansiella transaktionerna i fråga är förenliga med principen om den upplyste private investeraren, och detta med motiveringen att utsikterna till avkastning på investeringen på lång sikt, "på grundval av tillgänglig information", vägde tyngre än svårigheterna på kort sikt, vilka var resultatet av "den aktuella finansiella strukturen" inom Air France-gruppen. I beslutet av den 20 november 1991 förklarade dessutom kommissionen att den "uttryckligen avvaktar att ange sin inställning vad beträffar nya ökningar av aktiekapitalet i Air France under åren 1992 och 1993" och att dess beslut angående dessa transaktioner kommer att bero på en "förnyad bedömning av företagets ekonomiska och finansiella situation, av hur planavtalet genomförs", etc.
- 107 Det framgår således att kommissionen själv begränsade omfattningen av sin bedömning i tiden vad beträffar framtidsutsikterna för Air France-gruppen, vilket i sig utesluter att den senare bedömningen i det omtvistade beslutet står i strid därmed. Även om tillskotten på 5,84 miljarder FF godkändes i besluten av år 1991 och år 1992, tog kommissionen också hänsyn till omstruktureringsplanen CAP'93 som just hade börjat tillämpas och som kommissionen inte vid den aktuella tidpunkten hade några invändningar mot. Såsom det har konstaterats ovan var det inte förrän i början av år 1993 som en upplyst privat investerare skulle kunna känna till att förlusterna i Air France, trots CAP'93 och de 5,84 miljarder FF som hade tillskjutits, skulle fyrdubblas och att den följande omstruktureringsplanen (PRE 1) inte var tillräcklig. Efter att ha konstaterat detta kunde kommissionen i det omtvistade beslutet anse att framtidsutsikterna för Air France-gruppen på medellång och lång sikt var dåliga utan att motsäga det som den sagt i de två tidigare besluten.
- 108 Vad beträffar de ovan nämnda besluten 94/118 av den 21 december 1993 (Aer Lingus) och 94/653 av den 27 juli 1994 (Air France), ansåg kommissionen precis som i det omtvistade beslutet att de berörda företagens ekonomiska och finansiella situation var sådan att ingen upplyst privat investerare skulle ha genomfört de kritiserade finansiella transaktionerna. De sistnämnda transaktionerna bedömdes således, precis som de som är föremål för den aktuella talan, utgöra statliga stöd. Det var endast med tillämpning av undantagsbestämmelserna i artikel 92.3 c i fördraget

som kommissionen dels godkände två gällande omstruktureringsplaner, dels ansåg att de planerade statliga stöden var berättigade på grund av situationen för gemenskapernas civila luftfart vars framtidsutsikter var positiva på medellång och lång sikt. Det har följaktligen inte skett någon motsägelse vad gäller tillämpningen av kriteriet om den upplyste private investeraren.

- 109 Vad beträffar de positiva bedömningar som de finansiella företagen Edmond de Rothschild Banque och Lehman Brothers gjort, är dessa hänförliga till luftfartssektorn som sådan och till utvecklingsmöjligheterna för Air France. Så länge som Air France inte hade lagt fram någon övertygande omstruktureringsplan — vilket detta bolag inte hade gjort i början av år 1993 (se ovan, punkt 103) — kunde kommissionen emellertid på goda grunder anse att Air France inte kunde dra nytta av varken sin eventuella utvecklingspotential, eller av en positiv utveckling inom den civila luftfartssektorn inom gemenskaperna.
- 110 Av det som anförts ovan följer att argumentet avseende en felaktig analys av investeringsbeslutets sammanhang saknar stöd.

Argumentet avseende en uppenbart felaktig tillämpning av principen om en upplyst privat investerare med hänsyn till de emitterade värdepapperens karakteristika

— Parternas argument

- 111 Sökanden anser att de omtvistade emissionerna utgör marknadstransaktioner som genomförts på marknadsvillkor och har förebrått kommissionen för att ha förbisett det förhållandet att den omtvistade investeringen hade gjorts inom ramen för en publik emission och var ingalunda förbehållet CDC-P, utan öppet för alla intresserade investerare. Denna publika emission innebar i enlighet med nationella tillämpliga bestämmelser att ett prospekt avseende de planerade emissionerna skulle underställas en föregående kontroll av COB. Eftersom COB godkänt de prospekt

som upprättats för emissionerna i april år 1993, är det enligt sökanden klart att denna anser att emissionsprojektet inte utsätter investerarna för orimliga risker. COB använde inte ens den möjlighet som står den till buds enligt nationella tillämpliga bestämmelser att formulera en varning och begära att den intas i prospekten.

- 112 Sökanden har med hänvisning till de uppgifter som COB är anförtrodd gjort gällande att även om kontrollen av att riskerna är förenliga med investerarnas intressen inte automatiskt innebär en kontroll av att den planerade transaktionen är lämplig, tvekar i praktiken inte COB att vägra godkänna transaktioner som innebär för höga risker. Om COB hade ansett att tecknandet innebar risker som var oförenliga med spararnas intressen hade denna kunnat vägra ge de omtvistade emissionerna sitt godkännande eller satt in en varning som drog investerarnas uppmärksamhet till de risker de var förenade med. Enligt sökanden kunde kommissionen därför inte, utan att ifrågasätta det godkännande som givits av COB och som kommissionen inte ens nämnt i det omtvistade beslutet, fastställa att avkastningsmöjligheterna för CDC-P: s investering var sådana att en privat investerare inte skulle ha tecknat värdepapperna.
- 113 Sökanden har för det andra ifrågasatt kommissionens inställning vad beträffar den för den finansiella marknaden ovanliga karaktären av de värdepapper som Air France emitterat och CDC-P tecknat. De största franska företagen vidtog exempelvis enligt sökanden bara under åren 1990 och 1991 liknande emissioner. De omtvistade ORA och TSIP-BSA är av lämpligt slag i och med att de för det första tillförsäkrar de personer som tecknat dessa en säker avkastning på kort och medellång sikt och gör det vidare möjligt att hoppas på en betydande "hävstångseffekt" på lång sikt genom att ge Air France tillgång till kapital. Under alla omständigheter kunde inte kommissionen bevisa att de emitterade värdepapperens karakteristika inte skulle vara normala för denna typ av produkt. I motsats till ett lån som ges till en lägre ränta än marknadsräntan där själva stödet utgörs av skillnaden mellan den normala räntan och den avvikande räntan, innebär således inte den omtvistade investeringstransaktionen i det aktuella fallet något stöd.

- 114 I sin replik (punkterna 103 till 107) förklarade sökanden i samband med bedömningen av de omtvistade TSIP att Air France i februari och juni 1993 hade emitterat två obligationslån om vardera 1,5 miljarder FF, vilka hade handlagts av Crédit Lyonnais. Sökanden tillade att det man skulle tjäna på TSIP vid återbetalning efter år 2000 ligger inom samma "marknadsintervall" som den ränta som ges under samma period för de TSIP som Crédit Lyonnais, CIC och Banque La Henin emitterade vid samma tidpunkt. Sökanden vidtog därefter en jämförelse mellan villkoren för emissionen av de omtvistade TSIP-BSA och villkoren för emissionen av obligationer med teckningsrätt (OBSA), vilka sökanden anser vara en finansiell produkt med karakteristika som mycket liknar de som TSIP-BSA har, samt en motsvarande jämförelse i förhållande till de emissioner av de konvertibla obligationer (OC) som ägt rum sedan år 1990.
- 115 Sökanden har påpekat att ORA och TSIP-BSA gör sina innehavare till aktieägare efter en observationstid som löper med ränta, vilket innebär att beslutet att teckna denna typ av produkter förklaras av den ränta som ges under lånetiden samt av förväntningar på vinst vid en betydande värdestegring av aktierna vid tidpunkten för konvertering av obligationerna till aktier. Kommissionens analys som endast var baserad på den finansiella situationen inom Air France under åren 1992 och 1993 är därför inte av relevans ur en ekonomisk synvinkel. Varje bedömning av investeringens avkastning borde ha förutsatt en analys av utvecklingen av den finansiella situationen inom Air France fram till år 2000. Enligt sökanden gjorde de BSA som knutits till TSIP det möjligt för innehavarna att teckna nya aktier i Air France till ett pris av 517 FF per aktie, medan en sådan aktie vid tidpunkten värderades till 849 FF "omkring år 2000", vilket också framgår av en handling från Air France av den 19 februari 1993. Det påstående som gjordes i det omtvistade beslutet, att BSA var utan värde eftersom de därtill knutna aktierna inte skulle ha något värde vid den planerade dagen för tecknandet, var därför godtyckligt enligt sökanden.
- 116 Vad närmare beträffar TSIP har sökanden erinrat om att det i emissionsavtalet föreskrevs att Air France har rätt att från och med den 1 januari 2000 återbetala i förskott. Det var därför på goda grunder som CDC-P ansåg att systemet med en progressiv marginal som påverkar den variabla räntan från och med räkenskapsåret 2000 skulle medföra att Air France återbetalade TSIP i förskott den 1 januari 2000. Detta incitament för återbetalning i förskott skulle ha lett en upplyst investerare, som exempelvis CDC-P, att betrakta de emitterade TSIP som klassiska obligatio-

ner med förfallodag den 1 januari 2000, vilka löper med fast och progressiv ränta på mellan 5,5 och 8,5 procent och bruttoavkastningsränta på 7 procent.

- 117 Under förhandlingen har sökanden förklarat denna sistnämnda klagopunkt närmare. Enligt sökanden begick kommissionen två grundläggande fel vid bedömningen. Dels förklarade kommissionen, efter att ha betecknat ORA som en aktieinvestering och en uppskjuten kapitalökning, att "samma beaktanden också gäller för TSIP-BSA" (det omtvistade beslutet, EGT, s. 32). Kommissionen förändrade därmed naturen av TSIP och gjorde dem till aktier, fastän TSIP huvudsakligen är obligationer som är räntebärande och som endast eventuellt, och bara om investeraren själv önskar, skulle kunna ge tillgång till kapitalet i Air France. Dels låter kommissionen förstå att avståendet från att konvertera BSA till aktier medför rätt för innehavaren att fortsätta uppbära ränta efter den 1 januari 2000, genom att, (EGT, s. 32), med avseende på samma TSIP-BSA, påstå att "innehavaren kan också avstå från att använda sin teckningsrätt och besluta att fortsätta att uppbära ränta efter den 1 januari 2000 ända till dess företaget beslutar att lösa in aktierna". Detta är emellertid två helt olika frågor enligt sökanden, eftersom BSA är självständiga i förhållande till TSIP och kan överlätas som sådana.
- 118 Slutligen har sökanden påpekat möjligheten till värdeökning som man kan förvänta sig av en framtida privatisering av Air France. Framgången med privatiseringen av British Airways, samt utsikterna i slutet av år 1992 till ett politiskt maktskifte i Frankrike i april 1993, talade för en sådan utveckling. Denna möjlighet till en framtida privatisering hade diskuterats vid tidpunkten för den omtvistade investeringen, vilket de förklaringar som företrädarna för den framtida politiska majoriteten vittnar om. CDC-P kunde därför i slutet av år 1992 och början av år 1993 — det vill säga några månader före de franska valen, om vars utgång det inte rädde någon tvekan — hysa berättigade förväntningar angående en framtida privatisering av Air France, vilket på sikt skulle innebära en ökning av värdet av aktierna i Air France som CDC-P skulle bli ägare av tack vare de omtvistade värdepapperna.

- 119 Vad beträffar karaktären av de värdepapper som Air France hade emitterat och som CDC-P tecknat erinrar kommissionen om att den grundligt undersökte deras karakteristika (omtvistade beslutet, EGT, s. 28-29, 32).
- 120 Kommissionen har tillagt att den ovanliga karaktären av ORA bekräftas av det faktum att Air France under år 1993 var det enda företag som emitterade enbart ORA och att dess emission utgjorde 70 procent av den sammanlagda volymen av ORA av alla slag i Frankrike. BSA hade knutits till två andra emissioner av ORA under år 1993 och de emitterande bolagen var noterade på börsen. De ORA som Air France hade emitterat var enligt kommissionen de enda som hade emitterats utanför den reglerade marknaden. Dessa ORA var inte noterade och det handlades inte med dem på en andrahandsmarknad, de var föga likvida och detta desto mer på grund av att de var ställda till viss person. För det fall företaget skulle upplösas skulle innehavarna dessutom ersättas på samma sätt som aktieägarna, efter alla andra fordringsägare.
- 121 Vad beträffar TSIP-BSA har kommissionen understrukit att under år 1993 var Air France det enda bolag som emitterade denna typ av värdepapper, vars ovanliga karaktär framgår av det faktum att endast en emission av TSIP ägde rum under år 1992 och ingen under år 1991. Kommissionen har tillagt att TSIP-BSA liksom ORA var föga likvida. Eftersom ingen annan emission av TSIP än den inom Air France ägde rum under år 1993, är de jämförelser som sökanden har gjort med andra företags emissioner av TSIP utan relevans. Under alla omständigheter skiljer sig dessa andra TSIP enligt kommissionen mycket från de som emitterats av Air France. I sin duplik har kommissionen inte tagit ställning till detaljerna av den argumentation som har förts i repliken angående bedömningen av de omtvistade TSIP-BSA samt om deras jämförelse med TSIP som emitterats av andra bolag eller med andra typer av emitterade värdepapper.
- 122 Kommissionen anser att tillgång till kapital i Air France — på sikt för innehavarna av ORA och eventuell för innehavarna av TSIP-BSA — inte ger möjlighet att hoppas på en betydande "hävstångseffekt" på lång sikt, uttryckt i en eventuell värdeökning. Sökanden har enligt kommissionen själv bekräftat i sin ansökan att det var svårt att i mars 1993 förutse värdet av aktierna i Air France år 2000 och storleken av den eventuella värdeökningen, likväl hade värdet av aktien en månad tidigare uppskattats till exakt 849 FF för den förfallodagen. Kommissionen har emellertid

påpekat att priset på en aktie i Air France fastställdes till 78 FF i december 1994 genom ett beslut från finansministern i enlighet med ett yttrande avgivet av privatiseringskommissionen.

- 123 Den ovanliga karaktären av det omtvistade tecknandet bekräftas enligt kommissionen av det faktum att det trots den påstått förmånliga karaktären av emissionerna i fråga, endast var CDC-P som visade ett verkligt intresse för dem, eftersom detta bolag själv tecknade 99,9 procent av TSIP-BSA och 99,7 procent av ORA, trots att bolaget inte ägde mer än 0,53 procent av aktiekapitalet i Air France. Kommissionen har dragit slutsatsen att den finansiella situationen i Air France, i synnerhet omfattningen av de registrerade förlusterna och nivån på skuldsättningen, samt svagheter med PRE 1 och dess otillräcklighet vad gäller att rätta till situationen, gjorde det omöjligt för Air France att erhålla de ifrågavarande summorna på kapitalmarknaden och att en privat investerare följaktligen inte skulle ha investerat belopp av denna storlek i Air France.
- 124 Kommissionen anser att det förhållandet att COB givit sitt godkännande inte innebär en bekräftelse i alla avseenden av den omtvistade emissionen. Genom godkännandet intygas endast att den information som ges till potentiella investerare är tillräcklig för att de skall kunna fatta sina beslut med god kännedom om sakförhållandena. Nämda godkännande innebär inte att det gjorts någon bedömning av att den planerade transaktionen är lämplig eller av att dess villkor är berättigade. Godkännandet ges när COB anser att transaktionen uppfyller de formella villkoren.
- 125 I den mån som sökanden hävdar att kommissionen förändrat naturen av TSIP-BSA har kommissionen under förhandlingen förklarat att för denna var det inte viktigt vilka särskilda och tekniska karakteristika som dels ORA, dels TSIP-BSA hade, utan det viktiga var framförallt principen om investering i Air France. Kommissionen har för övrigt inte gjort en uppenbart felaktig bedömning när den fastställde det viktigaste kännetecknet avseende TSIP-BSA, det vill säga en frivillig konvertering, i jämförelse med den obligatoriska konverteringen på förfallodagen av ORA. Air France påpekade själv i sitt prospekt om den omtvistade emissionen att både emissionen av ORA och emissionen av TSIP-BSA syftade till att på sikt stärka det egna kapitalet.

— Förstainstansrättens bedömning

- 126 Vad beträffar för det första den eventuella betydelsen av COB: s godkännande, som införts i prospekten om de omtvistade emissionerna, framgår det av akten (repliken, punkt 115) att sökanden inte har påstått att COB i det aktuella fallet faktiskt hade kontrollerat om det var lämpligt för en upplyst privat investerare att genomföra den omtvistade finansiella transaktionen eller inte, sökanden har tvärtom bekräftat att en sådan systematisk kontroll från COB: s sida inte äger rum.
- 127 I detta hänseende skall det konstateras att COB genom den formulering som används endast förklarar att den har försett "det föreliggande prospektet med sitt godkännande nr 93-138 av den 25 mars 1993 i enlighet med artiklarna 6 och 7 i beslut nr 67-833 av den 28 september 1967[...]". Det verkar således som om COB faktiskt inte har avgivit något motiverat yttrande med ekonomiska och finansiella bedömningar som skulle stå i strid med dem som det omtvistade beslutet innehåller, och som kommissionen skulle ha kunnat beakta och i förekommande fall borde ha beaktat.
- 128 Vad för det andra beträffar de påståenden avseende kommissionens bristande förståelse av de emitterade värdepappernas värde och karakteristika, skall det inledningsvis prövas om kommissionen gjorde en felaktig jämförelse av TSIP-BSA och ORA.
- 129 Det avsnitt i det omtvistade beslutet som behandlar detta (EGT, s. 32) lyder enligt följande:

"CDC-P: s tecknande av ORA kan likställas med en aktieinvestering som syftar till att stärka flygbolagets egna kapital. ORA är värdepapper som obligatoriskt konverteras till aktier och de representerar ur en ekonomisk synvinkel en uppskjuten kapitalökning. Vad gäller ORA beror investeringens avkastning på företagets finansiella resultat, såsom förklarats ovan, och på värdet av aktierna i Air France

vid tidpunkten för konverteringen. Samma beaktanden gäller också för TSIP-BSA. TSIP-BSA inlöses dock inte obligatoriskt i aktier [...].”

- 130 För en objektiv tolkning av jämförelsen mellan dessa båda typer av värdepapper ("samma beaktanden gäller också") skall detta avsnitt sättas in i sitt sammanhang i den allmänna motiveringen som ägnades de emitterade värdepapperen. I detta avseende har dessa värdepappers väsentliga karakteristika beskrivits på ett korrekt sätt i det omtvistade beslutet (EGT, s. 28 och 29) och sökanden har för övrigt aldrig bestritt denna beskrivning som sådan. Det kan således inte vara fråga om en sammanblandning från kommissionens sida i fråga om hur å ena sidan ORA fungerar och hur å andra sidan TSIP-BSA fungerar.
- 131 Vad beträffar den ekonomiska bedömningen av de emitterade värdepapperen gäller beteckningen "aktieinvestering" och "uppskjuten kapitalökning", som obestriddligen är riktig vad gäller ORA eftersom de obligatoriskt inlöses i aktier, och även för BSA med den reservationen — som kommissionen själv betonar — att deras konvertering till aktier endast är frivillig.
- 132 Vad gäller TSIP är det, även om det är riktigt att de endast ger rätt till ränta och inte till en aktiekonvertering, likaså sant att de i praktiken endast återbetalas i fall Air France likvideras eller upplöses. Vid den aktuella tidpunkten i början av år 1993 borde varje återbetalning i förskott av Air France i en upplyst privat investerares ögon verka orealistisk på grund av företagets förluster och avsaknaden av en godtagbar omstruktureringsplan. Kommissionen kunde följaktligen anse att TSIP inte hade någon "begränsad löptid" (EGT, s. 28) utan att göra en uppenbart oriktig bedömning.
- 133 I prospektet från Air France angående de omtvistade emissionerna (bilaga 2 till ansökan) sägs uttryckligen i kapitel II, B, 2.1.7, att emissionen av TSIP-BSA

”syftar till att på sikt stärka bolagets egna kapital”. Sökanden har för övrigt upprepat denna åsikt under det skriftliga förfarandet [ansökan, punkt 24 a] genom att betona ”att till skillnad från andra produkter såsom klassiska obligationslån [...], gör TSIP-BSA sina innehavare till aktieägare efter en observationstid som löper med ränta”. Kommissionen har följaktligen inte gjort någon uppenbart oriktig bedömning genom att i viss utsträckning likställa TSIP-BSA med ORA.

- 134 Under alla omständigheter kunde kommissionen anse att med tanke på den ekonomiska situationen inom Air France, vilken fortsatte att försämrats och i avsaknad av en godtagbar omstruktureringsplan, skulle inte en upplyst privat investerare i början av år 1993 ha genomfört tecknandet av nästan samtliga ORA och TSIP-BSA som emitterats av Air France, såsom CDC-P gjorde, med Caisse bakom sig. Det fanns knappt några utsikter till att Air France skulle återbetala det investerade kapitalet, vare sig i aktier eller genom återbetalning av de tillskjutna medlen. Det har således inte visats att kommissionen gjorde en uppenbart oriktig bedömning genom att dra slutsatsen att värdet på de framtida aktierna som knöts till ORA och BSA var försumbart och genom att betona att TSIP hade den ytterligare olägenheten av att inte återbetalas förrän efter det att alla andra fordringar, utom ORA, betalats för det fall Air France skulle upplösas eller likvideras och att utbetalningen av den ränta de löper med kan uppskjutas under det året som Air France registrerar en sammanlagd förlust som överstiger 30 procent av det egna kapitalet. Det är för övrigt utmärkande att ingen av de tre privata banker som faktiskt deltog i den omtvistade investeringen ville teckna TSIP.
- 135 Eftersom kommissionen således hade kunnat kritisera den omtvistade investeringen i sin helhet, med utnyttjande av sitt utrymme för skönsmässig bedömning, var den inte tvungen att urskilja varje del av stöd som ORA eller TSIP-BSA innehöll i förhållande till eventuella normala marknadsvillkor, i synnerhet med hänsyn till deras räntenivåer och interna avkastning. Detta konstaterande gäller även jämförelsen av TSIP-BSA med andra värdepapper som påstås vara liknande. Dessa jämförelser är nämligen, även om kommissionen inte har bestritt dem i sak, utan relevans, eftersom sökanden inte har hävdats och ännu mindre bevisat varken att dessa andra värdepapper innebar risker jämförbara med riskerna med TSIP — i synnerhet vad beträffar de ofördelaktiga villkoren för deras återbetalning i fall då

det emitterande bolaget upplöses eller likvideras — eller att andra emitterande bolag än Air France vid tidpunkten för emissionen befann sig i en ekonomisk och finansiell situation som var jämförbar med den situation som Air France i början av år 1993 befann sig i.

- 136 Med hänsyn till det ovan sagda är det likaså onödigt att pröva om kommissionen felbedömt den självständiga karaktären av BSA i förhållande till TSIP, genom att ange att "innehavaren kan avstå från sin teckningsrätt och besluta att fortsätta uppbära ränta [...]". Såväl BSA som TSIP kunde nämligen anses vara utan ett verkligt värde — vare sig tillsammans eller enskilt — som ur en upplyst privat investerares synvinkel skulle ha motiverat en investering i den storleksordning som den som CDC-P, det vill säga Caisse, vidtog.
- 137 Samma sak gäller med tanke på att kommissionen i sitt ovan nämnda beslut 94/653 av den 27 juli 1994 (se ovan punkt 26) betecknade ORA som i princip egna tillgångar i Air France och TSIP-BSA som skulder. Med tanke på TSIP: s karaktäristika och verkliga värde, såsom har redogjorts för ovan, kan frågan om huruvida beteckningen i beslutet 94/653 för att bestämma Air France: s skuldsättning var förenlig med reglerna för att utvärdera en balansräkning visserligen återopas i en eventuell tvist rörande det sistnämnda beslutet, men den är utan relevans i det aktuella sammanhanget.
- 138 Slutligen, vad beträffar sökandens anförande av möjligheten till värdeökning av aktierna i Air France till följd av en privatisering som förhoppningsvis skulle äga rum efter de franska valen, räcker det med att konstatera att dessa framtidsutsikter i det aktuella fallet har en alltför osäker karaktär och således inte skulle kunna anses vara godtagbara skäl för en upplyst privat investerare att placera summor motsvarande dem som CDC-P, det vill säga Caisse, investerade.

- 139 Av det som anförts ovan följer att argumentet avseende en felaktig tillämpning av principen om den upplyste private investeraren med hänsyn till de emitterade värdepappernas karakteristika inte heller kan godtas.

En felaktig analys av omfattningen av andra privata Air France-aktieägares tecknande respektive av andra investeringar i Air France

— Parternas argument

- 140 Sökanden har kritiserat kommissionen för att den i det omtvistade beslutet har begränsat sig till att konstatera att de aktier som privata aktieägare i Air France innehade utgjorde 0,132 procent av aktiekapitalet, att deras innehav av de värdepapper de tecknat följaktligen var försumbart och att en investeringsbank kan riskera att göra vissa högriskinvesteringar för att diversifiera sin portfölj. Enligt sökanden är det emellertid viktigt att understryka att det inte fanns något som tvingade de privata investerarna, som i egenskap av aktieägare kände till situationen inom Air France, att teckna de omtvistade emitterade värdepapperna.
- 141 Sökanden har tillagt att i enlighet med den ovan nämnda domen av den 21 mars 1991, Italien mot kommissionen, C-305/89 (punkterna 19 och 20), borde kommissionen ha analyserat de risker som privata investerare tog i förhållande till deras finansiella ställning, för att bedöma om de skulle ha investerat 1,5 miljarder FF om de hade varit av samma storlek som CDC-P. I kommissionens analys konstaterades emellertid endast det absoluta värdet av de privata investeringarna.
- 142 Kommissionen tog enligt sökanden inte heller hänsyn till det förhållandet att de privata investerarna önskade anskaffa en i förhållande till deras andel av aktiekapitalet i Air France större andel värdepapper, men att deras teckningsrätt begränsades för att undvika att det omtvistade tecknandet skulle anses vara en delprivatisering, enligt nationell rätt.

- 143 Sökanden har emellertid bestritt den argumentation som kommissionen utvecklat enligt vilken föreskrifterna på området avseende delprivatisering skulle vara orsaken till det svaga deltagandet i den omtvistade emissionen från andra privata aktieägare i Air France. I praktiken kunde inte dessa aktieägares efterfrågan tillfredsställas till fullo, eftersom den franska staten avstått från sin prioriterade teckningsrätt och CDC-P blev tilldelad den största andelen av de värdepapper som förblev disponibla. CDC-P önskade inte avstå från den teckningsrätt som det tilldelats med stöd av bestämmelser i emissionsavtalet.
- 144 I sin replik har sökanden i det avsnitt som behandlar bedömningen av TSIP (se ovan, punkt 114) nämnt två obligationslån på vardera 1,5 miljarder FF som emitterats av Air France i februari och juni 1993, vilka hade handlagts av Crédit Lyonnais. Under förhandlingen preciserade sökanden denna uppgift genom att betona att också andra privata investerare visade sitt förtroende för den ekonomiska och finansiella kapaciteten hos Air France vid den aktuella tidpunkten. Air France hade således varit kapabel att i februari och juni 1993 emittera obligationer, via en pool av fem banker, uppgående till 3 miljarder FF samt att i oktober 1993 låna 300 miljoner FF som i sin helhet tecknades av en privat amerikansk bank (se ovan punkt 14). De fem bankerna — statliga och privata — hade överfört dessa obligationer på privata investerare, som exempelvis pensionskassor. Alla dessa privata investerare hade med nödvändighet gjort samma positiva bedömning som CDC-P vad gäller de ekonomiska och finansiella framtidsutsikterna för Air France. För övrigt hade de stora flygplanstillverkarna också haft förtroende för Air France, eftersom de hade sålt åtta flygplan till en summa av 3 miljarder FF till Air France under år 1993 på grundval av finansieringsavtal.
- 145 Kommissionen har hänvisat till de överväganden som utvecklades i det omtvistade beslutet (EGT, s. 31 och 32) och erinrat om den försumbara karaktären av de värdepapper som tecknats av privata aktieägare i Air France. Till och med om hänsyn tas till dessa aktieägares önskan att teckna de omtvistade värdepapperna till ett större belopp, utgör inte den sammanlagda andelen (ungefär 26 miljoner FF) mer än 3,3 procent av den totala emissionen, det vill säga en föga betydande investering, utan nämnvärd risk för de privata aktieägarna. Endast CDC-P var för övrigt, tack vare sin ställning som offentligt företag, i stånd att teckna de ORA som den franska staten avstått från. CDC-P kunde teckna 99,7 procent av ORA, just på

grund av att de privata aktieägarnas rätt därtill var begränsad enligt fransk lagstiftning på området delprivatisering, och den rätt som staten inte utnyttjade endast kunde utnyttjas av CDC-P.

- 146 Vad gäller den argumentation som sökanden utvecklat under förhandlingen (se ovan, punkt 144), har kommissionen under samma förhandling hävdade att det rörde sig om nya argument som inte klargjorde varken vilka de berörda bankerna var eller värdepappernas karakteristika.
- 147 Kommissionen har för övrigt erinrat om att den finansiella situationen i Air France var jämförbar med den i Boussac Saint Frères som behandlades i den ovan nämnda domen Frankrike mot kommissionen (punkt 40) i vilken domstolen förklarade att privata investeringar som är betydligt lägre än de offentliga tillskotten inte hindrar att åtgärderna i fråga betecknas som statligt stöd, när det mottagande företaget inte hade kunnat få ihop de nödvändiga medlen på kapitalmarknaden och när det på grund av detta företags finansiella situation inte kunde förväntas en godtagbar avkastning på investeringarna inom en rimlig tid.

— Förstainstansrättens bedömning

- 148 Vad beträffar deltagandet av tre privata aktieägare i den omtvistade investeringen, skall det erinras om att det tydligt framgår av det omtvistade beslutet att vissa privata aktieägare, nämligen vissa personer anställda inom Air France, samt Bank of New York/London, Bankers Trust INT. PLC och Granite Capital LP tecknade ORA och vissa TSIP, och påpekas att ingen bank tecknade TSIP. I beslutet betonas det emellertid att den privatägda andelen av Air France endast utgjorde 0,132 procent av dess aktiekapital och att den andel ORA och TSIP som de tecknat var försumbar (4 516 ORA av 1 877 526 och 14 TSIP av 483 456). De privata investerarnas deltagande i tecknandet av ORA och TSIP-BSA kunde följaktligen inte utesluta möjligheten att kapitaltillskottet utgjorde statligt stöd. Slutligen har inte den omständigheten att tre banker begärt att få teckna ORA till 25,9 miljoner FF —

närmare bestämt Bank of New York/London 9,9, Bankers Trust INT. PLC 7,9 och Granite Capital LP 7,9 — någon avgörande betydelse, eftersom de 65 025 ORA som de tre bankerna önskade teckna endast motsvarade en liten andel (3,3 procent) av det totala antalet ORA som samtliga investerare önskade teckna (1 942 760).

- 149 I detta hänseende måste det medges att kommissionen, med hänsyn till det material som den förfogade över för sin bedömning och inom ramen för sitt utrymme för skönsmåsig bedömning inom området, rimligen kunde anse både värdet av de värdepapper som privata investerare faktiskt tecknat och värdet av de värdepapper som de ville teckna var avsevärt mycket lägre än det sammanlagda värdet av de värdepapper som CDC-P, som tillhör den offentliga sektorn, tecknade. Det var således på goda grunder som kommissionen, utan att göra en uppenbart oriktig bedömning, fastställde att de privata investerarnas avsikter såsom de framgått i det aktuella fallet inte visade att en upplyst privat investerare av samma storlek som CDC-P, det vill säga också som Caisse, skulle ha riskerat att investera 1,5 miljarder FF i företaget Air France.
- 150 Till den del sökanden har hänvisat till tre obligationslån i månaderna februari, juni och oktober 1993, skall det påpekas att det i det omtvistade beslutet tas hänsyn till de två första lånen genom att det påpekas att i slutet av år 1992 visade räkenskaperna för Air France-gruppen en temporär obalans med för många kortfristiga lån och att ”denna situation avhjälpes till genom två emissioner av långfristiga obligationslån i mars och juni 1993 till ett belopp om sammanlagt 3 miljarder FF” (EGT, s. 30). Kommissionen har vidare i sin svarsinlaga (punkt 100) hänvisat till prospektet avseende lånet från februari 1993 som försetts med COB: s godkännande den 25 januari 1993 (av vilket tre sidor bifogats bilaga 23 till svarsinlagan), för att visa att risken för en förlust på 3,2 miljarder FF redan var känd vid den aktuella tidpunkten.
- 151 I detta hänseende skall det för det första erinras om att jämförelsen av de omtvistade värdepapperen med andra typer av värdepapper, såsom de tre obligationslånen som sökanden åberopat, saknar relevans, eftersom sökanden varken hävdar och än mindre bevisat att dessa lån — som skall återbetalas efter en viss tid — uppvisade

likheter med ORA och TSIP-BSA vad beträffar de särskilda riskerna med dessa. Sökanden har i själva verket inte lämnat några utförligare uppgifter om dessa lån (löptid, räntenivå, avbetalning, förmånsrätt, eventuell tillgång till börsen, etc.). Sökanden har inte heller uttalat sig om varken bankerna som tecknade dessa lån, eller de privata investerare som lånen slutligen skulle ha överförts på (storlek, eventuell diversifiering, omfattningen av den risk som tecknandet av lånen medförde). Argumentationen angående dessa lån visar följaktligen inte att kommissionen gjort någon uppenbart oriktig bedömning och kan därför inte godtas.

- 152 Samma sak gäller för det som anförts angående försäljningen till Air France av flygplan på grundval av finansieringsavtal, eftersom inga detaljer angående dessa försäljningar — i synnerhet vad beträffar villkoren för övergången av äganderätten till flygplanen — har lämnats av sökanden.
- 153 Av det som anförts ovan följer att argumentet avseende en felaktig analys av omfattningen av de påstådda privata investeringarna inte heller kan vinna stöd.
- 154 Eftersom inget av de argument som framförts till stöd för den andra delen av den första grunden kan godtas, kan inte denna del vinna bifall. Följaktligen kan den första grunden i sin helhet inte vinna bifall.

2. Grunden avseende ett åsidosättande av artikel 190 i fördraget

Parternas argument

- 155 Sökanden anser att det omtvistade beslutet skall ogiltigförklaras på grund av bristande motivering. Den behörighet som kommissionen har att förplikta medlemsstaterna att kräva återbetalning av rättsstridigt statligt stöd omfattar enligt sökanden

den endast den del som utgör stöd, det vill säga i det aktuella fallet skillnaden mellan den avkastningsnivå som normalt erbjuds på finansmarknaden för sådana produkter som liknar de värdepapper som Air France emitterat och den avkastningsnivå som erbjuds inom ramen för den omtvistade emissionen. Av det omtvistade beslutet framgår emellertid ingenstans att det belopp som skall återkrävas, efter avdrag för ränta, motsvarar stöddelen. Kommissionen har därför enligt sökanden åsidosatt sin skyldighet att motivera beslutet om återbetalning av teckningsbeloppet.

- 156 Sökanden har hävdade att kommissionen analyserat de omtvistade emissionerna som om det rörde sig om ett vanligt aktieköp i Air France och att kommissionen har krävt att det totala beloppet av CDC-P: s investering skall återbetalas efter avdrag för räntor. För att verkligen motivera beslutet borde kommissionen — med hänsyn till de emitterade värdepappernas särskilda natur och i synnerhet med tanke på att dessa löpte med ränta fram till åtminstone år 2000 — ha förklarat varför den avkastning som erbjöds inte motsvarade riskerna med investeringen. Sökanden anser att även om man anser att värdet av aktierna i Air France skulle vara lika med noll år 2000, förutsätter en analys av de verkliga ekonomiska fördelarna som Air France fått att en jämförelse görs mellan den räntenivå som fastställdes i emissionsavtalen avseende ORA och de långfristiga räntor som vanligtvis tillämpas på låne marknaden. Kommissionen borde på samma sätt med avseende på TSIP-BSA ha prövat villkoren för återbetalning av de emitterade värdepapperna.

- 157 Sökanden hänvisar som exempel till kommissionens beslut 88/454/EEG av den 29 mars 1988, om stöd utgivet av franska regeringen till Renault, ett företag som huvudsakligen tillverkar bilar (EGT, nr L 220, s. 30), i vilket storleken av andelen stöd som ingick i samtliga belopp som Renault-gruppen mottog fastställdes. Då det konstaterades att lånen hade givits till en lägre ränta än jämförlig marknadsränta, beräknade kommissionen skillnaden mellan dessa räntor för att särskilja det belopp som givits som en förmån och således det beviljade stödet. I det aktuella fallet har kommissionen emellertid enligt sökanden inte vidtagit någon ekonomisk analys som gör det möjligt att utröna den verkliga ekonomiska fördelen som Air France fått tack vare de omtvistade emissionerna.

158 Sökanden har tillagt att kommissionen inte i det omtvistade beslutet preciserade andra faktorer av juridisk, ekonomisk eller finansiell art till stöd för sitt resonemang rörande beteckningen av de omtvistade investeringarna. Sökanden har hänvisat till avsaknaden av beskrivning av CDC-P: s statliga karaktär, samt till den oriktiga analysen avseende tidpunkten då investeringsbeslutet fattades, avseende tillämpningen av principen om en upplyst privat investerare samt avseende det allmänna sammanhanget för investeringsbeslutet. Sökanden har vidare understrukt att det i det omtvistade beslutet inte finns någon uppgift som skulle göra det möjligt att inkomma med något bevis överhuvudtaget avseende en förberedande undersökning av en statlig myndighet, vidare saknas både en analys av situationen på finansmarknaden vid den aktuella tidpunkten och en jämförelse med finansiella produkter med karakteristika som liknar de ORA och TSIP-BSA som Air France emitterade.

159 Efter att ha understrukt sin behörighet att förelägga medlemsstaterna att återkräva stöd som är oförenliga med den gemensamma marknaden, erinrade kommissionen om domstolens rättspraxis angående syftet med och omfattningen av motiveringskyldigheten enligt artikel 190 i fördraget, såväl i allmänhet som inom det särskilda området avseende statligt stöd. I det aktuella fallet hade kommissionen informerat den franska regeringen, till och med innan förfarandet enligt artikel 93.2 inleddes, att varje mottagare av ett stöd som har utgivits rättsstridigt kan komma att bli tvungen att återbetala detta stöd. Eftersom motiveringen till varför hela stödbeloppet skall återbetalas inte skall ses isolerat, utan placeras inom ramen för själva beslutet (se ovan nämnda dom av den 21 mars 1991, Italien mot kommissionen, C-303/88, punkt 54), anser kommissionen att det omtvistade beslutet i det aktuella fallet innehåller en tillräcklig motivering.

160 Kommissionen har slutligen anfört att den i det omtvistade beslutet utförligt förklarat att den finansiella situationen inom Air France vid tidpunkten för tecknandet i fråga var så katastrofal att ingen upplyst privat investerare skulle ha investerat i detta företag. Kommissionen anser att den genom att beskriva denna situation och påtala den sällsynta karaktären av de värdepapper som hade emitterats i detta fall, uppfyllde de krav som följer av rättspraxis avseende motiveringsskyldigheten. Den motivering som det omtvistade beslutet innehåller gör det således möjligt att förstå skälen till varför den krävde att hela beloppet av den omtvistade investeringen skulle återbetalas.

Förstainstansrättens bedömning

- 161 Den skyldighet som gemenskapsinstitutionerna åläggs enligt artikel 190 i fördraget att motivera sina beslut syftar till att ge domstolen en möjlighet att utföra sin laglighetsprövning och till att ge de berörda kännedom om motiven till den vidtagna åtgärden för att de skall kunna försvara sina rättigheter och kontrollera om beslutet är välgrundat (se exempelvis domstolens dom av den 17 januari 1984, VBVB och VBBB mot kommissionen, 43/82 och 63/82, Rec. s. 19, punkt 22).
- 162 I detta hänseende innehåller det omtvistade beslutet, sett i sin helhet, en tillräcklig redogörelse för motiven för att utgöra underlag för artikel 1 i detta beslut, enligt vilken den omtvistade investeringen utgör rättsstridigt statligt stöd som är oförenligt med den gemensamma marknaden. Som framgår av prövningen av sökandens första grund, har denna varit helt och hållet i stånd att försvara sina rättigheter, precis som förstainstansrätten på samma sätt har kunnat utföra sin domstolsprövning.
- 163 På samma sätt förhåller det sig med avseende på motiveringen av artikel 2 i vilken Republiken Frankrike föreläggs att kräva tillbaka det statliga stödet efter avdrag för utgiven ränta. I avsnitt X i det omtvistade beslutet förklaras att återbetalningen av det rättsstridiga stödet är nödvändig för att återställa den situation som förelåg innan stödet utgavs genom att avlägsna alla finansiella fördelar som mottagaren utan rätt har dragit nytta av sedan den dag då stödet utgavs till denna. Eftersom kommissionen invänt mot själva principen att göra den omtvistade investeringen, det vill säga kapitaltillskottet som sådant och inte sätten för återbetalning av detta kapital, måste denna motivering anses vara tillräcklig.
- 164 Sökanden har gjort gällande att kommissionen inte har vidtagit den minst betungande åtgärden, vilken skulle ha varit att i enlighet med artikel 93.2 första stycket besluta att det omtvistade stödet skulle ändras. I den mån som sökanden i denna fråga har hänvisat till ovan nämnda beslut 88/454 av den 29 mars 1988 (Renault), är

det tillräckligt att konstatera att kommissionen i detta inte begränsade sig till att kräva en sådan ändring. I artikel 2 i beslutet föreläggs de berörda medlemsstaterna snarare att upphäva den del av de ifrågasatta lånen som utgör stöd "genom att kräva att de återbetalas eller genom att fastställa en ränta som motsvarar marknadsräntan".

165 Det skall tilläggas att kommissionen i det aktuella fallet inte var tvungen att i siffror fastställa den verkliga ekonomiska fördelen som Air France fått i förhållande till marknadsvillkoren. Eftersom en sådan uträkning skulle ha krävt synnerligen komplicerade ekonomiska bedömningar av bland annat låne- och obligationsmarknaderna i Frankrike, kunde kommissionen inskränka sig till att sammanfattningsvis konstatera att riskerna och fördelarna som var förenade med investeringen inte stod i proportion till varandra. Kommissionen var inte skyldig att konstruera en annan emission av värdepapper som en upplyst privat investerare skulle ha kunnat godta.

166 I fråga om en emission av mycket komplicerade värdepapper som redan är tecknade och vars karakteristika inte längre kan ändras, kunde kommissionen följaktligen besluta att kapitaltillskotten skulle återbetalas. Det ålåg däremot inte kommissionen att med Republiken Frankrike diskutera möjligheten att bevilja Air France stöd under andra former och enligt andra bestämmelser.

167 Av detta följer att den andra grunden inte heller kan bifallas.

168 Eftersom ingen av sökandens grunder har vunnit bifall, skall talan ogillas.

Rättegångskostnader

- ¹⁶⁹ Enligt artikel 87.2 i rättegångsreglerna skall tappande part förpliktas att ersätta rättegångskostnaderna, om detta har yrkats. Eftersom sökanden har tappat målet, skall sökanden förpliktas ersätta rättegångskostnaderna i enlighet med kommissionens yrkanden.

På dessa grunder beslutar

FÖRSTAINSTANSRÄTTEN (andra avdelningen i utökad sammansättning)

följande dom:

- 1) **Talan ogillas.**
- 2) **Sökanden skall ersätta rättegångskostnaderna.**

Kirschner

Vesterdorf

Bellamy

Kalogeropoulos

Potocki

Avkunnad vid offentligt sammanträde i Luxemburg den 12 december 1996.

H. Jung

H. Kirschner

Justitiesekreterare

Ordförande