

ΑΠΟΦΑΣΗ ΤΟΥ ΠΡΩΤΟΔΙΚΕΙΟΥ (δεύτερο πενταμελές τμήμα)  
της 12ης Δεκεμβρίου 1996 \*

Στην υπόθεση T-358/94,

**Compagnie nationale Air France**, εταιρία γαλλικού δικαίου, με έδρα το Παρίσι, εκπροσωπούμενη από τους Dominique Borde και André Moquet, δικηγόρους Παρισιού και Βρυξελλών, με αντίκλητο στο Λουξεμβούργο τον δικηγόρο Guy Harles, 8-10, rue Mathias Hardt,

προσφεύγουσα,

κατά

**Επιτροπής των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων**, εκπροσωπούμενης από τον Ben Smulders, μέλος της Νομικής Υπηρεσίας, επικουρούμενο από τον Ami Barav, δικηγόρο Παρισιού, barrister στον δικηγορικό σύλλογο Αγγλίας και Ουαλίας, με αντίκλητο στο Λουξεμβούργο τον Carlos Gómez de la Cruz, μέλος της Νομικής Υπηρεσίας, Centre Wagner, Kirchberg,

καθής,

που έχει ως αντικείμενο προσφυγή ακυρώσεως της αποφάσεως 94/662/EK της Επιτροπής, της 27ης Ιουλίου 1994, σχετικά με τη συμμετοχή της CDC-Participations σε ομολογιακά δάνεια της Air France (EE L 258, σ. 26),

\* Γλώσσα διαδικασίας: η γαλλική.

ΤΟ ΠΡΩΤΟΔΙΚΕΙΟ ΤΩΝ ΕΥΡΩΠΑΪΚΩΝ ΚΟΙΝΟΤΗΤΩΝ  
(δεύτερο πενταμελές τμήμα),

συγκείμενο από τους H. Kirschner, Πρόεδρο, B. Vesterdorf, C. W. Bellamy, A. Καλογερόπουλο και A. Potocki, δικαστές,

γραμματέας: J. Palacio González, υπάλληλος διοικήσεως,

έχοντας υπόψη την έγγραφη διαδικασία και κατόπιν της προφορικής διαδικασίας της 26ης Ιουνίου 1996,

εκδίδει την ακόλουθη

### Απόφαση

#### Ιστορικό της διαφοράς

- 1 Από το 1990 η οικονομική κρίση σημάδεψε τον τομέα των κοινοτικών αεροπορικών μεταφορών. Ως εκ τούτου, η Compagnie nationale Air France (στο εξής: Air France ή προσφεύγουσα), ανώνυμη εταιρία της οποίας το κεφάλαιο κατέχει κατά 99,329 % το γαλλικό Δημόσιο, αντιμετώπισε επίσης σοβαρές χρηματοοικονομικές δυσχέρειες.
- 2 Κατά τα έτη 1991 και 1992, η Επιτροπή εξέτασε για πρώτη φορά την οικονομική και χρηματοοικονομική κατάσταση της Air France. Στο πλαίσιο αυτό, κατόπιν κοινοποιήσεων στις οποίες προέβησαν οι γαλλικές αρχές, η Επιτρο-

πή, με αποφάσεις της 20ής Νοεμβρίου 1991 και της 15ης Ιουλίου 1992, ενέκρινε τις παροχές κεφαλαίου που ανέρχονταν συνολικά σε 5,84 δισεκατομμύρια γαλλικά φράγκα (FF). Η Επιτροπή έκρινε ότι οι προοπτικές μακροπρόθεσμης αποδόσεως της επενδύσεως υπερεπερέχονταν σε σχέση με τις βραχυπρόθεσμες δυσχέρειες που προέκυπταν από την οικονομική δομή του ομίλου Air France. Ενεργώντας κατ' αυτόν τον τρόπο, έλαβε επίσης υπόψη το ότι ο όμιλος Air France τηρούσε υπό αναδιάρθρωση στο πλαίσιο μιας προγραμματικής συμβάσεως (CAP'93), εγκριθείσας την 1η Αυγούστου 1991 από τις γαλλικές αρχές, η οποία καθόριζε διάφορους οικονομικούς στόχους που έπρεπε να επιτευχθούν κατά την περίοδο 1991-1993. Λαμβάνοντας υπόψη τα στοιχεία αυτά, έκρινε ότι οι χρηματοοικονομικές συναλλαγές για τις οποίες γινόταν λόγος δεν αποτελούσαν κρατικές ενισχύσεις κατά την έννοια του άρθρου 92 της Συνθήκης ΕΟΚ.

- 3 Προκειμένου να αντιμετωπίσει τις οικονομικές της δυσχέρειες, η Air France επεξεργάστηκε τον Οκτώβριο του 1992 ένα άλλο σχέδιο αναδιάρθρωσεως αποκαλούμενο «πρόγραμμα επιστροφής στην ισορροπία» (programme de retour à l'équilibre, PRE 1), το οποίο απέβλεπε κυρίως στην μείωση του κόστους εκμεταλλεύσεως και έπρεπε να οδηγήσει στη διαρθρωτική βελτίωση της ικανότητας της εταιρίας για αυτοχρηματοδότηση από το 1994.
- 4 Τον Νοέμβριο του 1992, απευθύνθηκε στο Caisse des dépôts et consignations-participations (ταμείο παρακαταθηκών-συμμετοχές, στο εξής: CDC-P) προκειμένου να επιτύχει τη συνδρομή του στο πλαίσιο ορισμένων χρηματοδοτικών συναλλαγών. Το CDC-P, ανώνυμη εταιρία γαλλικού δικαίου που κατέχει 0,538 % του κεφαλαίου της Air France, είναι θυγατρική κατά 100 % του Caisse des dépôts et consignations (ταμείο παρακαταθηκών, στο εξής: ταμείο), ειδικό δημόσιο ίδρυμα το οποίου δημιουργήθηκε με νόμο.
- 5 Κατά τα μέσα του 1992, το CDC-P κατέστησε γνωστό ότι ήταν έτοιμο να εγγυηθεί την καλή εκτέλεση των σχεδιαζομένων συναλλαγών. Αφού οι λεπτομέρειες των συναλλαγών αυτών καθορίστηκαν στις αρχές του 1993 από το CDC-P και την Air France, το διοικητικό συμβούλιο της τελευταίας, κατά τη συνεδρίασή του της 17ης Φεβρουαρίου 1993, ενέκρινε τις λεπτομέρειες εφαρμογής.

- 6 Κατόπιν τούτου, η έκτακτη γενική συνέλευση των μετόχων της Air France, η οποία συνήλθε στις 24 Μαρτίου 1993, αποφάσισε να προβεί στην έκδοση, μέχρι συνολικού ποσού 1,5 δισεκατομμυρίων FF:
- ομολογιών μετατρέψιμων σε μετοχές (ORA) ποσού περίπου 750 εκατομμυρίων FF.
  - τίτλων με προοδευτικό επιτόκιο συνοδευομένων από πιστοποιητικό που παρέχει δικαίωμα αναλήψεως μετοχών (titre subordonnés à intérêt progressif assortis de bons de souscription d'actions, στο εξής: TSIP-BSA) επίσης ποσού περίπου 750 εκατομμυρίων FF.
- 7 Το σύνολο σχεδόν των τίτλων αυτών, που εξέδωσε η Air France τον Απρίλιο του 1993, ανελήφθη από το CDC-P (99,7 % των ORA και 99,9 % των TSIP-BSA), αφού το γαλλικό Δημόσιο, κύριος μέτοχος της Air France, είχε αποφασίσει να παραιτηθεί. Σε ορισμένους αλλοδαπούς ιδιώτες επενδυτές επετράπη να αναλάβουν τίτλους κατ' αναλογία της συμμετοχής τους στο κεφάλαιο της Air France, ήτοι 0,132 % τότε, πράγμα που αντιστοιχεί σε αξία τίτλων περίπου 2 εκατομμυρίων FF.
- 8 Οι εκδοθέντες τίτλοι είναι ονομαστικοί και δεν είναι εισαγμένοι στο χρηματιστήριο.
- 9 Οι τίτλοι έχουν τα εξής χαρακτηριστικά.
- 10 Έως την 1η Ιανουαρίου 2000, οι ORA αμείβονται με βάση ένα σταθερό επιτόκιο (4 %) και ένα μεταβλητό επιτόκιο με δείκτη τις επιδόσεις της Air France, το δε προβλεπόμενο μέσο συνολικό αναλογιστικό επιτόκιο είναι 6,5 % ετησίως. Κάθε ORA θα εξοφληθεί υποχρεωτικά με μετατροπή σε μετοχή, το αργότερο την 1η Ιανουαρίου 2000, οι δε κάτοχοι των ORA έχουν το δικαίωμα

να ζητήσουν εξόφλησή τους ανά πάσα στιγμή πριν από την ημερομηνία αυτή. Ο εσωτερικός συντελεστής αποδόσεως της επενδύσεως, που υπολόγισε το CDC-P, αφού έλαβε υπόψη τους τόκους και την προβλεπόμενη υπεραξία των μετοχών, είναι 14 %.

- 11 Οι TSIP είναι αόριστης διάρκειας. Η εξόφλησή τους προβλέπεται σε περίπτωση εκκαθαρίσεως ή διαλύσεως της Air France και θα γίνει μόνο μετά την εξόφληση όλων των προνομιούχων και μη προνομιούχων πιστώσεων, αλλά πριν από την εξόφληση των ORA. Πάντως, η Air France δικαιούται να προβεί στην πρόωγη εξόφληση των TSIP από 1ης Ιανουαρίου 2000. Έως την 1η Ιανουαρίου 2000 οι TSIP αποφέρουν τόκο με σταθερό και προοδευτικό επιτόκιο (από 5,5 έως 8,5 %), το δε μέσο αναλογιστικό επιτόκιο είναι 7 %. Από της ημερομηνίας αυτής το επιτόκιο καθίσταται μεταβλητό και θα αυξάνεται με προοδευτικό συντελεστή. Η Air France μπορεί να αναστείλει την πληρωμή τόκων σε περίπτωση κατά την οποία η παγιομένες ζημιές του ομίλου υπερβαίνουν το 30 % των ιδίων κεφαλαίων. Σε κάθε εκδοθέντα TSIP επισυνάπτεται ένα BSA το οποίο είναι ανεξάρτητο του πρώτου και το οποίο — όπως οι ORA και οι TSIP — μπορεί να εκχωρηθεί ή να μεταβιβαστεί. Ο κάτοχος μπορεί να μετατρέψει το BSA σε μετοχές οποτεδήποτε έως την 1η Ιανουαρίου 2000. Τα BSA τα οποία δεν έχουν μετατραπεί έως την ημερομηνία αυτή θα είναι άκυρα. Ο συντελεστής εσωτερικής αποδόσεως της επενδύσεως για την περίοδο 1993 έως 1999, τον οποίο υπολόγισε το CDC-P, είναι 11,5 %.

- 12 Πληροφορηθείσα — κυρίως μέσω του Τύπου — ότι η Γαλλική Κυβέρνηση σχεδίαζε να εισφέρει κεφάλαια στην Air France, η Επιτροπή απηύθυνε την 1η Μαρτίου 1993 έγγραφο στις γαλλικές αρχές καλώντας αυτές να της παράσχουν πληροφορίες σχετικά με τα σχεδιαζόμενα μέτρα προς κάλυψη του ελλείμματος του ομίλου Air France. Με έγγραφο της 22ας Απριλίου 1993, η Γαλλική Κυβέρνηση απάντησε διευκρινίζοντας ότι τις δύο προαναφερόμενες εκδόσεις τίτλων είχε εγγυηθεί το CDC-P. Μετά την πληροφοριακή συνάντηση του Μαΐου 1993 στην οποία συμμετείχαν υπάλληλοι της Επιτροπής, εκπρόσωποι της Γαλλικής Κυβερνήσεως και εκπρόσωποι της Air France, η ανάληψη των τίτλων από το CDC-P καταχωρίστηκε με ημερομηνία 19 Ιουλίου 1993 στο μητρώο ενισχύσεων που δεν κοινοποιήθηκαν στην Επιτροπή. Με έγγραφο της 7ης Δεκεμβρίου 1993, η Επιτροπή πληροφόρησε τη Γαλλική Κυβέρνηση ότι είχε αποφασίσει, στις 10 Νοεμβρίου 1993, να κινήσει τη διαδικασία που προβλέπει το άρθρο 93, παράγραφος 2, της Συνθήκης.

- 13 Με το από 7 Ιανουαρίου 1994 έγγραφο, οι γαλλικές αρχές έλαβαν την εξής θέση:
- η επίμαχη χρηματοοικονομική παρέμβαση δεν κοινοποιήθηκε στην Επιτροπή διότι δεν είχε θεωρηθεί ως κρατική ενίσχυση.
  - το Ταμείο και το CDC-P είναι ιδρύματα ανεξάρτητα έναντι της Γαλλικής Κυβερνήσεως.
  - το CDC-P αποφάσισε να επενδύσει στην Air France σε εποχή κατά την οποία η κατάσταση της Air France ήταν παρόμοια με εκείνη των ανταγωνιστών της και υπήρχαν γενικά αισιόδοξες προοπτικές. επομένως, το CDC-P συμπεριφέρθηκε ως ένας ορθολογικός πράττων επενδυτής.
  - ο ελκυστικός χαρακτήρας των προϋποθέσεων εγγραφής επιβεβαιώθηκε από τη συμμετοχή αλλοδαπών ιδιωτών επενδυτών των οποίων οι αιτήσεις εγγραφής δεν κατέστη δυνατό να ικανοποιηθούν στο σύνολό τους, άλλως θα είχε συντελεστεί μερική ιδιωτικοποίηση της Air France.
  - η επένδυση είχε ως μοναδικό στόχο να συμβάλει στην αναδιάρθρωση της Air France και συνδέθηκε με το πρόγραμμα αναδιάρθρωσεως του Οκτωβρίου 1992 (PRE 1).
- 14 Κατά το έτος 1993, η Air France εξέδωσε τρεις άλλους τύπους τίτλων, ήτοι ένα ομολογιακό δάνειο 1,5 δισεκατομμυρίου FF με επιτόκιο 8,25 % τον Φεβρουάριο, ένα ομολογιακό δάνειο 1,5 δισεκατομμυρίου FF τον Ιούνιο και ένα δάνειο 300 εκατομμυρίων FF τον Οκτώβριο και, προφανώς, όλα τοποθετήθηκαν στον ιδιωτικό τομέα.
- 15 Όσον αφορά τις ORA και τους TSIP-BSA, η Επιτροπή εξέδωσε στις 27 Ιουλίου 1994 την απόφαση 94/662/ΕΚ, σχετικά με τη συμμετοχή του CDC-Participations σε ομολογιακά δάνεια που εξέδωσε η Air France (ΕΕ L 258, σ. 26, στο εξής: προσβαλλόμενη απόφαση ή απόφαση).

- 16 Με την απόφαση αυτή, η Επιτροπή διαπίστωσε κατ' αρχάς ότι, παρά το πρόγραμμα αναδιαρθρώσεως CAP'93 και τη χρηματοδοτική εισφορά ύψους σχεδόν 6 δισεκατομμυρίων FF το 1991 και το 1992, η κατάσταση της Air France εξακολούθησε να επιδεινώνεται, αφού το 1992 η Air France σημείωσε για τρίτη συνεχή φορά καθαρά αποτελέσματα εκμεταλλεύσεως αρνητικά, αυτή τη φορά πολύ σημαντικότερα (μείον 3,2 δισεκατομμύρια FF), και αφού βρισκόταν σε κατάσταση χειρότερη από εκείνη των άλλων μεγάλων ευρωπαϊκών εταιριών.
- 17 Παρατήρησε εν συνεχεία ότι το Ταμείο είναι γαλλικό δημόσιο ίδρυμα του οποίου οι διευθυντές διορίζονται από τη Γαλλική Κυβέρνηση. Το CDC-P, μια από τις θυγατρικές του κατά 100 %, δεν είναι ανεξάρτητο έναντι του Ταμείου, αφού αυτό το ίδιο ελέγχεται από τις γαλλικές κρατικές αρχές. Επομένως, η εισφορά κεφαλαίου είναι πράξη που καταλογίζεται στη Γαλλική Κυβέρνηση. Συνεπώς, η επίμαχη επενδυτική δραστηριότητα του Ταμείου και του CDC-P πραγματοποιήθηκε υπό τη χειραγώγηση του κράτους.
- 18 Η Επιτροπή εξέτασε ειδικότερα αν η επίμαχη χρηματοδοτική πράξη είχε γίνει υπό προϋποθέσεις οι οποίες θα ήσαν αποδεκτές από έναν ιδιώτη επενδυτή ο οποίος ενεργεί υπό κανονικές συνθήκες οικονομίας της αγοράς. Έκρινε ότι αυτό συμβαίνει όταν ένας σημαντικός αριθμός μειοψηφούντων μετόχων του ιδιωτικού τομέα συμμετέχουν στη συναλλαγή κατ' αναλογία του αριθμού των μετοχών τους. Πάντως, το μερίδιο που κατέχουν οι ιδιώτες επενδυτές πρέπει, κατά την Επιτροπή, να έχει πραγματική οικονομική σημασία. Εν προκειμένω όμως, τα μερίδια που κατέχουν οι ιδιώτες μέτοχοι της Air France αντιπροσωπεύουν μόλις 0,132 % του κεφαλαίου της και το μερίδιο των τίτλων που έχουν αναλάβει είναι αμελητέο. Επιπλέον, η Επιτροπή δεν απέδωσε καμιά αποφασιστική σημασία στο γεγονός ότι δεν κατέστη δυνατό να ικανοποιηθούν πλήρως οι αιτήσεις των αλλοδαπών ιδιωτών επενδυτών. Πράγματι, οι τίτλοι τους οποίους αυτοί οι ιδιώτες επενδυτές ήθελαν να αναλάβουν δεν αντιπροσώπευαν παρά μικρό ποσοστό (3,3 %) του συνολικού αριθμού.
- 19 Ως προς την ημερομηνία κατά την οποία χορηγήθηκε η ενίσχυση, η Επιτροπή την καθόρισε ως τη χρονική στιγμή αναλήψεως των ομολογιών, ήτοι τον Απρίλιο του 1993, επειδή το CDC-P δεν υπείχε προηγουμένως νόμιμη υποχρέωση να αναλάβει την έκδοση. Εν πάση περιπτώσει, η ημερομηνία δεν μπορούσε να είναι προγενέστερη της 17ης Φεβρουαρίου 1993, ημερομηνία κατά την οποία το διοικητικό συμβούλιο της Air France καθόρισε τις λεπτομέρειες της επενδύσεως και πρότεινε την έκδοση των τίτλων. Τη στιγμή κατά

την οποία η απόφαση για την επένδυση είχε ληφθεί (δηλαδή, το ενωρίτερο στις 17 Φεβρουαρίου 1993), το CDC-P έπρεπε να γνώριζε την πολύ μεγάλη επιδείνωση της οικονομικής δομής της Air France. Ασφαλώς, είχε πληροφορηθεί την αύξηση των ζημιών της εταιρίας κατά το 1992 (3,2 δισεκατομμύρια FF το 1992, που προστίθενται στα 685 εκατομμύρια FF το 1991 και τα 717 εκατομμύρια FF το 1990) και έπρεπε να ανησυχεί σοβαρά λόγω της κρίσιμης διαρθρώσεως του χρέους της εταιρίας.

- 20 Στο πλαίσιο αυτό, η Επιτροπή εξέτασε τα χαρακτηριστικά των εκδοθέντων τίτλων προκειμένου να εξακριβώσει τη συμφωνία τους προς τους όρους της αγοράς. Χαρακτήρισε τις ORA ως «αύξηση του κεφαλαίου υπό αναστολή», προσθέτοντας ότι οι ίδιες εκτιμήσεις ίσχυαν επίσης για τους TSIP-BSA. Αφού διαπίστωσε ότι το μειονέκτημα των TSIP-BSA συνίσταται στις ανεπαρκείς οικονομικές προϋποθέσεις εξοφλήσεως σε περίπτωση διαλύσεως της εταιρίας, λόγος για τον οποίο «δεν βρίσκει κανείς συχνά αυτές τις μετοχές στην κεφαλαιαγορά», η Επιτροπή παρατήρησε ότι η απόδοση τόσο των ORA όσο και των TSIP-BSA εξαρτάται ευρέως από τις επιδόσεις της Air France. Εξάλλου, υπογράμμισε ότι ο υπολογισμός από το CDC-P, των εσωτερικών συντελεστών αποδόσεως των τίτλων ήταν πάρα πολύ αισιόδοξος. Αν το CDC-P είχε λάβει υπόψη τις σαθρές οικονομικές προοπτικές μεσοπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα, θα έπρεπε να είχε καταλήξει στο συμπέρασμα ότι η αξία των μελλοντικών μετοχών που θα δοθούν προς εξόφληση των ομολογιών θα είναι μηδενική. Ως εκ τούτου, η Επιτροπή συνήγαγε ότι ο ορθολογικός πράττων ιδιώτης επενδυτής δεν θα ήταν πρόθυμος να καλύψει μια σημαντική χρηματοδοτική διευθέτηση με την Air France, όπως αυτή που συνήψε το CDC-P.

- 21 Η Επιτροπή έκρινε ότι, στην περίπτωση ζημιολόγων επιχειρήσεων όπως η Air France, ο επενδυτής με μακροπρόθεσμη προοπτική θα στήριζε την απόφασή του σε συνεκτικό πρόγραμμα αναδιαρθρώσεως. Εν προκειμένω όμως, η ενίσχυση δεν συναρτάτο ευθέως με το πρόγραμμα PRE 1. Εν πάση περιπτώσει, το πρόγραμμα PRE 1 δεν επαρκούσε, έστω και μακροπρόθεσμα, για να αποκαταστήσει την οικονομική και χρηματοοικονομική βιωσιμότητα της Air France, καθόσον απέβλεπε πρωτίστως στη μείωση του κόστους εκμεταλλεύσεως και των χρηματοοικονομικών βαρών, χωρίς να αντιμετωπίζει επαρκώς τις άλλες οικονομικές παραμέτρους οι οποίες θεωρούνταν ότι παρέμεναν σταθερές και χωρίς να προβλέπει άλλα μέτρα αναδιαρθρώσεως σε περίπτωση περαιτέρω χειροτερεύσεως της οικονομικής καταστάσεως της Air France. Κατά τη γνώμη της Επιτροπής, το CDC-P έπρεπε να είχε επίγνωση, κατά τον χρόνο της επενδύσεώς του, των διαρθρωτικών αδυναμιών του προγράμματος PRE 1.



22 Στο σύνολό τους, τα προαναφερόμενα στοιχεία οδήγησαν την Επιτροπή να εκτιμήσει ότι ο σώφρων ιδιώτης επενδυτής δεν θα επένδυε 1,5 δισεκατομμύριο FF στην Air France ενόψει των πρόσφατων ανεπαρκών επιδόσεων στον τομέα εκμεταλλεύσεως και των οικονομικών της επιδόσεων, της ανικανότητάς της προς εφαρμογή του προγράμματος αναδιαρθρώσεως CAP'93 και της προφανούς ανεπάρκειας του προγράμματος PRE 1 προς βελτίωση της καταστάσεως. Σε τελική ανάλυση, θεώρησε επομένως την επίμαχη εισφορά κεφαλαίων ως λειτουργική ενίσχυση με σκοπό να βοηθήσει την Air France να υπερβεί προσωρινά την χρηματοοικονομική της κρίση.

23 Εν συνεχεία διαπίστωσε ότι:

— η επίμαχη ενίσχυση νοθεύει τον ανταγωνισμό και, από την ίδια της τη φύση, επηρεάζει τις συναλλαγές μεταξύ κρατών μελών και στο σύνολο του Ευρωπαϊκού Οικονομικού Χώρου (EOX).

— δεν εμπίπτει σε καμιά από τις περιπτώσεις που προβλέπουν τα άρθρα 92, παράγραφος 2, της Συνθήκης ή 61, παράγραφος 2, της Συμφωνίας EOX.

— ούτε μπορεί να θεωρηθεί, βάσει των άρθρων 92, παράγραφος 3, της Συνθήκης και 61, παράγραφος 3, της Συμφωνίας EOX, ότι συμβιβάζεται με την κοινή αγορά.

24 Κατά συνέπεια, η Επιτροπή:

— αποφάσισε ότι η ανάληψη, από το CDC-P, μέχρι ποσού 1 497 415 290 FF των ORA και TSIP-BSA που εξέδωσε η Air France τον Απρίλιο του 1993 συνιστά παράνομη κρατική ενίσχυση και ασυμβίβαστη προς την κοινή αγορά (άρθρο 1 της αποφάσεως).

— κάλεσε τη Γαλλική Δημοκρατία να διατάξει την επιστροφή της ενισχύσεως αυτής ύψους 1 497 415 290 FF, αφού αφαιρεθούν οι τόκοι τους οποίους η Air France είχε καταβάλει ήδη στο CDC-P (άρθρο 2).

- 25 Βάσει του άρθρου 4 της απόφασης, αυτή κοινοποιήθηκε στη Γαλλική Κυβέρνηση στις 9 Αυγούστου 1994.
- 26 Εξάλλου, στις 27 Ιουλίου 1994, η Επιτροπή εξέδωσε την απόφαση 94/653/EK, σχετικά με την κοινοποιηθείσα αύξηση κεφαλαίου της Air France (ΕΕ L 254, σ. 73), με την οποία θεώρησε ότι συμβιβάζεται με την κοινή αγορά και τη Συμφωνία ΕΟΧ κρατική ενίσχυση που πρόκειται να χορηγηθεί στην Air France υπό μορφή αυξήσεως του κεφαλαίου ύψους 20 δισεκατομμυρίων FF. Στην απόφαση αυτή γίνεται λόγος για την ανάληψη, από το CDC-P, των ORA και των TSIP-BSA που εξέδωσε η Air France τον Απρίλιο του 1993. Η Επιτροπή θεωρεί τις ORA ως οιονεί ίδια κεφάλαια. Όσον αφορά τους TSIP-BSA, υπογραμμίζει ότι ο κάτοχος των τίτλων αυτών δεν έχει καμιά υποχρέωση να τους μετατρέψει και θα ήταν περισσότερο ενδεδειγμένο, αν έπρεπε να ενταχθεί σε μια κατηγορία αυτός ο τύπος του χρηματοοικονομικού προϊόντος, να θεωρηθούν ως χρέη.
- 27 Η δεύτερη αυτή απόφαση της 27ης Ιουλίου 1994 προσβλήθηκε από διάφορες αεροπορικές εταιρίες (υποθέσεις T-371/94, British Airways κ.λπ. κατά Επιτροπής, και T-394/94, British Midland κατά Επιτροπής).

## Διαδικασία

- 28 Με δικόγραφο που κατέθεσε στη Γραμματεία του Πρωτοδικείου στις 26 Οκτωβρίου 1994, η Air France άσκησε την παρούσα προσφυγή. Κατόπιν εκθέσεως του εισηγητή δικαστή, το Πρωτοδικείο (δεύτερο πενταμελές τμήμα) αποφάσισε να προχωρήσει στην προφορική διαδικασία χωρίς προηγούμενη διεξαγωγή αποδείξεων. Ωστόσο, αποφάσισε για τα μέτρα οργανώσεως της διαδικασίας καλώντας τους διαδίκους να υποβάλουν ορισμένα έγγραφα και να απαντήσουν σε σειρά ερωτήσεων. Κατά τη συνεδρίαση της 26ης Ιουνίου 1996 οι διάδικοι αγόρευσαν και απάντησαν στις ερωτήσεις που υπέβαλε το Πρωτοδικείο.

29 Η Γαλλική Δημοκρατία άσκησε ενώπιον του Δικαστηρίου παράλληλη προσφυγή στρεφόμενη κατά της ίδιας απόφασης (υπόθεση C-282/94). Το Δικαστήριο ανέστειλε τη διαδικασία με διάταξη της 4ης Απριλίου 1995.

30 Η προσφεύγουσα ζητεί από το Πρωτοδικείο:

— να αναγνωρίσει ότι η Επιτροπή, με την προσβαλλόμενη απόφαση, παρέβη τις διατάξεις των άρθρων 92 και 190 της Συνθήκης και, κατά συνέπεια, να ακυρώσει την απόφαση αυτή,

— να καταδικάσει την Επιτροπή στα δικαστικά έξοδα.

Η Επιτροπή ζητεί από το Πρωτοδικείο:

— να απορρίψει την προσφυγή,

— να καταδικάσει την προσφεύγουσα στα δικαστικά έξοδα.

### **Επί του παραδεκτού**

31 Το παραδεκτό της προσφυγής δεν αμφισβητείται από την Επιτροπή. Πράγματι, μολονότι η προσβαλλόμενη απόφαση απευθύνθηκε μόνο στη Γαλλική Δημοκρατία, αφορά άμεσα και ατομικά, κατά την έννοια του άρθρου 173, τέταρτο εδάφιο, της Συνθήκης ΕΚ, την προσφεύγουσα Air France ως δικαιούχο της εν λόγω ενισχύσεως (απόφαση του Δικαστηρίου της 13ης Μαρτίου 1985, 296/82 και 318/82, Κάτω Χώρες και Leeuwarder Papierwarenfabriek κατά Επιτροπής, Συλλογή 1985, σ. 809, σκέψη 13).

- 32 Κατά πάγια νομολογία του Δικαστηρίου (βλ., για παράδειγμα, την απόφαση της 13ης Ιουλίου 1989, 108/88, Jaenicke Cendoya κατά Επιτροπής, Συλλογή 1989, σ. 2711, σκέψεις 8 και 9), αιτήματα τα οποία αποβλέπουν στο να δεχθεί ο κοινοτικός δικαστής το βάσιμο των λόγων που προβάλλονται προς στήριξη της προσφυγής ακυρώσεως είναι απαράδεκτα. Κατά συνέπεια, τα αιτήματα με τα οποία η προσφεύγουσα ζητεί από το Πρωτοδικείο να αναγνωρίσει ότι η Επιτροπή, με την προσβαλλόμενη απόφαση, παρέβη τις διατάξεις των άρθρων 92 και 190 της Συνθήκης πρέπει, ως τέτοια, να απορριφθούν ως απαράδεκτα.

### **Επί της ουσίας**

- 33 Προς στήριξη της προσφυγής της, η προσφεύγουσα προβάλλει δύο λόγους ακυρώσεως. Ο πρώτος αντλείται από την παράβαση του άρθρου 92 της Συνθήκης, σε συνάρτηση με το γεγονός ότι η Επιτροπή, χαρακτηρίζοντας την κρατική ενίσχυση ως επένδυση του CDC-P στην Air France, υπέπεσε σε πρόδηλα σφάλματα στην εφαρμογή της διατάξεως αυτής. Ο δεύτερος λόγος αντλείται από την παραβίαση, εκ μέρους της Επιτροπής, της υποχρεώσεως αιτιολογήσεως που προβλέπει το άρθρο 190 της Συνθήκης.

#### *1. Επί του λόγου ακυρώσεως που αντλείται από την παράβαση του άρθρου 92 της Συνθήκης*

- 34 Στο πλαίσιο του πρώτου λόγου ακυρώσεως, η προσφεύγουσα προβάλλει διάφορες αιτιάσεις. Συγκεκριμένα, προσάπτει στην Επιτροπή ότι υπέπεσε σε πρόδηλα σφάλματα κατά την εφαρμογή του άρθρου 92 της Συνθήκης.
- 35 Ο χαρακτηρισμός ως κρατικής ενισχύσεως που γίνεται με την προσβαλλόμενη απόφαση βασίζεται σε σφάλματα αναλύσεως σχετικά με:

— τον οργανισμό του Ταμείου και του CDC-P·

— την ημερομηνία κατά την οποία το CDC-P έλαβε την απόφαση να επενδύσει·

- το πλαίσιο της αποφάσεως του CDC-P να πραγματοποιήσει την επένδυση·
- τη σημασία των εγγραφών αρκετών ιδιωτών μετόχων της Air France και τη σημασία άλλων ιδιωτικών επενδύσεων στην Air France·
- την εφαρμογή της αρχής του ορθολογικώς πράττοντος ιδιώτη επενδυτή ενόψει των χαρακτηριστικών των εκδοθέντων τίτλων.

36 Υπό τις εν προκειμένω περιστάσεις, το Πρωτοδικείο θεωρεί ότι επιβάλλεται να χωρίσει αυτόν τον λόγο σε δύο σκέλη: το πρώτο σκέλος αντλείται από την έλλειψη κρατικού χαρακτήρα της επίδικης επενδύσεως και το δεύτερο από την εκ μέρους της Επιτροπής εσφαλμένη εφαρμογή του κριτηρίου ως προς την κανονική συμπεριφορά ενός ορθολογικώς πράττοντος ιδιώτη επενδυτή ενόψει της ίδιας επενδύσεως, με τη διευκρίνιση ότι η προσφεύγουσα, στο πλαίσιο αυτό, επικαλείται σειρά διαφορετικών επιχειρημάτων.

### *Επί του πρώτου λόγου, πρώτο σκέλος*

#### Επιχειρήματα των διαδίκων

37 Η προσφεύγουσα υποστηρίζει ότι η Επιτροπή κακώς ισχυρίστηκε, με την προσβαλλόμενη απόφαση, ότι το CDC-P δεν είναι αυτόνομο έναντι του Ταμείου, το οποίο ελέγχεται και αυτό από τις γαλλικές κρατικές αρχές, η δε επίδικη επένδυση πραγματοποιήθηκε υπό τη χειραγώγηση του κράτους. Υπογραμμίζει ότι, στην πραγματικότητα, τόσο το Ταμείο όσο και το CDC-P είναι ανεξάρτητα σε σχέση με τη Γαλλική Κυβέρνηση.

38 Συναφώς, επικαλείται κατ' αρχάς το ειδικό καθεστώς του Ταμείου το οποίο, ιδρυθέν με τα άρθρα 110 και 115 του νόμου περί του προϋπολογισμού, της 28ης Απριλίου 1816, χαρακτηρίζεται «ειδικό ίδρυμα» και τελεί «υπό την

εποπτεία και την εγγύηση της νομοθετικής εξουσίας». Εφόσον όμως η νομοθετική εξουσία είναι ανεξάρτητη από την εκτελεστική εξουσία, το Ταμείο δεν μπορεί να θεωρηθεί ως ίδρυμα ελεγχόμενο από τις γαλλικές κρατικές αρχές. Το επιχείρημα που αντλεί η Επιτροπή — για να χαρακτηρίσει την εξάρτηση του Ταμείου έναντι του γαλλικού Δημοσίου — από τον τρόπο του διορισμού εκ μέρους της Γαλλικής Κυβερνήσεως της διευθύνσεως του Ταμείου δεν ασκεί επιρροή. Συγκεκριμένα, το ότι ο γενικός διευθυντής του Ταμείου δεν είναι ανακλητός — ο οποίος, βάσει του προαναφερθέντος νόμου του 1816, τελεί μόνον υπό τον έλεγχο μιας ανεξάρτητης επιτροπής εποπτείας που εκπροσωπεί τη «νομοθετική εξουσία» — αποσκοπεί στο να εξασφαλίσει την ανεξαρτησία του γενικού διευθυντή έναντι οποιασδήποτε πίεσεως της εκτελεστικής εξουσίας.

39 Η προσφεύγουσα υπογραμμίζει εν συνεχεία ότι το «τμήμα γενικών υποθέσεων» του Ταμείου, το οποίο καλύπτει τις ανταγωνιστικές τραπεζικές και επενδυτικές δραστηριότητές του, εκφεύγει από τον έλεγχο κοινού δικαίου που ασκεί το γαλλικό Ελεγκτικό Συνέδριο, όργανο το οποίο είναι επιφορτισμένο με τον οικονομικό έλεγχο της διοικήσεως και των αποκεντρωμένων υπηρεσιών της. Αντιθέτως, οι λογαριασμοί του Ταμείου υπόκεινται στον έλεγχο ανεξάρτητων ελεγκτών οι οποίοι ασκούν τα καθήκοντά τους υπό τις προϋποθέσεις του κοινού δικαίου που έχουν εφαρμογή στις εμπορικές εταιρίες. Η Επιτροπή δεν έλαβε υπόψη τη διττή φύση των σκοπών του Ταμείου, που μεταφράζεται από τον πλήρη διαχωρισμό των δραστηριοτήτων του μεταξύ του «τμήματος γενικών υποθέσεων» και της διαχείρισεως των αποταμιευμάτων, δεδομένου ότι η διαχείριση αυτή ρυθμίζεται αυστηρά, κατά το μέτρο που διενεργείται για λογαριασμό του Δημοσίου. Οι πόροι που χρησιμοποίησε το CDC-P για την επίδικη εγγραφή ήσαν ίδιοι πόροι του Ταμείου, καταχωρισμένοι στον ισολογισμό του τμήματος γενικών υποθέσεων, που δεν υπόκειται σε καμιά βάσει νόμου ή κανονιστικής ρυθμίσεως υποχρέωση διαβουλεύσεως ή προηγούμενης άδειας ή εκ των υστέρων εγκρίσεως των κρατικών αρχών.

40 Η προσφεύγουσα παρατηρεί ακόμη ότι οι λεπτομέρειες των διοικητικών και δικαστικών ελέγχων που ασκούνται επί του Ταμείου, καθώς και το λογιστικό και φορολογικό του καθεστώς αποδεικνύουν την έλλειψη αποφασιστικής επιδράσεως των δημόσιων πολιτικών αρχών στη λειτουργία του.

41 Όσον αφορά το CDC-P, θυγατρική κατά 100 % του Ταμείου, η προσφεύγουσα υποστηρίζει ότι αυτό ασκεί επίσης τη δραστηριότητά του ανεξάρτητα από τη

Γαλλική Κυβέρνηση. Η επίδικη ανάληψη των τίτλων που εξέδωσε η Air France περιλαμβάνεται στον εταιρικό του σκοπό. Το CDC-P αναπτύσσει κερδοσκοπική δραστηριότητα με κεφάλαιο επιχειρηματικού κινδύνου που αποβλέπει πρωτίστως στην αποδοτικότητα και δεν μπορεί να συγκριθεί με τη συμπεριφορά ενός ιδρύματος που διασφαλίζει σκοπούς γενικού συμφέροντος. Προσθέτει ότι, βάσει του οργανισμού του CDC-P, τα μέλη του διοικητικού του συμβουλίου διορίζονται από τη γενική συνέλευση των μετόχων και ανακαλούνται από αυτήν υπό προϋποθέσεις κοινού δικαίου που έχουν εφαρμογή στις εμπορικές εταιρίες. Μεταξύ των μελών του διοικητικού συμβουλίου του CDC-P περιλαμβάνονται προσωπικότητες του επιχειρηματικού κόσμου εκτός του ομίλου του Ταμείου ή της κρατικής διοικήσεως.

42 Η προσφεύγουσα ωστόσο δεν αμφισβητεί το γεγονός ότι, έστω και αν η τυπική απόφαση επενδύσεως στην Air France ελήφθη τελικά από το CDC-P, η επένδυση πραγματοποιήθηκε υπό την καθοριστική ώθηση του πλειοψηφούντος μετόχου, δηλαδή του Ταμείου, και τα κεφάλαια που αυτό έθεσε στη διάθεση του CDC-P.

43 Επί της ουσίας, η προσφεύγουσα προσάπτει στην Επιτροπή ότι έδωσε ευρεία ερμηνεία στους όρους «[ενισχύσεις] που χορηγούνται από τα κράτη ή με κρατικούς πόρους» που διαλαμβάνει το άρθρο 92 της Συνθήκης, θεωρώντας ότι ο επηρεασμός και μόνο που ασκεί το κράτος επί ενός επιχειρηματία μπορεί να καταλήξει στον χαρακτηρισμό της ενισχύσεως ως κρατικής, έστω και αν τα σχετικά για την οικεία επένδυση ποσά δεν προέρχονται από κρατικούς πόρους. Η ερμηνεία αυτή είναι ασυμβίβαστη προς το ίδιο το γράμμα του εν λόγω άρθρου, το οποίο είναι αυστηρής εφαρμογής. Οι προϋποθέσεις του άρθρου 92 της Συνθήκης δεν πληρούνται αν, όπως εν προκειμένω, η επίδικη ενίσχυση δεν χορηγήθηκε ούτε από το κράτος ούτε από κρατικούς πόρους. Το CDC-P κάλυψε τις επίδικες εκδόσεις χρησιμοποιώντας κεφάλαια ιδιωτικής προελεύσεως, τα οποία τέθηκαν στη διάθεσή του από το Ταμείο.

44 Η προσφεύγουσα υπογραμμίζει την ιδιωτική προέλευση των κεφαλαίων που διαχειρίζεται το Ταμείο. Συγκεκριμένα, σύμφωνα με τις εθνικές κανονιστικές ρυθμίσεις που έχουν εφαρμογή, τα κεφάλαια τα οποία διαχειρίζεται το Ταμείο προέρχονται από εκούσιες καταθέσεις ιδιωτών ή από καταθέσεις ταμειωτηρίων. Διαχειριζόμενο ιδιωτικά κεφάλαια, το Ταμείο υιοθετεί επομένως συμπεριφορά επενδυτή, ανάλογα με την εξέλιξη των αγορών, για τα κεφάλαια του «τμήματος γενικών υποθέσεων» του οποίου η διαχείριση είναι ελεύθερη, κατ' αντίθεση προς τα κεφάλαια αποταμιεύσεως. Η προσφεύγουσα

ισχυρίζεται ακόμη ότι οι ιδιώτες αποταμειευτές έχουν τη δυνατότητα να αποσύρουν ανά πάσα στιγμή τις καταθέσεις που διαχειρίζεται το Ταμείο, πράγμα που συνιστά σημαντική διάκριση σε σχέση με τους δημόσιους πόρους οι οποίοι, προερχόμενοι από τη φορολογία, είναι στην πλήρη διάθεση των κρατικών αρχών.

45 Η προσφεύγουσα καταλήγει στο ότι, εφόσον οι πόροι που διαχειρίζεται το Ταμείο είναι ιδιωτικά κεφάλαια, τα ποσά που έθεσε στη διάθεση του CDC-P δεν μπορούν να χαρακτηριστούν ως κρατικοί πόροι. Συγκεκριμένα, η πράξη που προσάπτεται εν προκειμένω στο CDC-P δεν είχε ως αποτέλεσμα ούτε την άμεση ή έμμεση μεταφορά κρατικών πόρων ούτε χρηματική επιβάρυνση για το Δημόσιο. Επί του σημείου αυτού, η προσφεύγουσα παραπέμπει στις αποφάσεις του Δικαστηρίου της 24ης Ιανουαρίου 1978, 82/77, Van Tiggele (Συλλογή τόμος 1978, σ. 15, σκέψη 25), της 17ης Μαρτίου 1993, C-72/91 και C-73/91, Sloman Neptun (Συλλογή 1993, σ. I-887, σκέψη 21), και της 30ής Νοεμβρίου 1993, C-189/91, Kirsammer-Hack (Συλλογή 1993, σ. I-6185, σκέψεις 17 και 18).

46 Αναφερόμενη στις αποφάσεις της 21ης Μαρτίου 1991, C-303/88, Ιταλία κατά Επιτροπής (Συλλογή 1991, σ. I-1433), και της 2ας Φεβρουαρίου 1988, 67/85, 68/85 και 70/85, Van der Kooy κ.λπ. κατά Επιτροπής (Συλλογή 1988, σ. 219), καθώς και στις προτάσεις του γενικού εισαγγελέα στην τελευταία αυτή υπόθεση (σ. 240), η προσφεύγουσα υπογραμμίζει ότι ούτε το Ταμείο ούτε το CDC-P ενήργησαν εν προκειμένω κατόπιν εντολής ή υπό την επικρατούσα ή πραγματική επίδραση του κράτους. Αφού το Ταμείο και το CDC-P δεν είναι ούτε κρατικά όργανα ούτε ιδιωτικοί οργανισμοί ελεγχόμενοι από το κράτος και οι αποφάσεις τους λαμβάνονται ανεξάρτητα από οποιαδήποτε προηγούμενη εντολή ή εκ των υστέρων έγκριση του κράτους, η Επιτροπή δεν μπορούσε να χαρακτηρίσει ως κρατική ενίσχυση την ανάληψη, εκ μέρους του CDC-P, των τίτλων της Air France τον Απρίλιο του 1993.

47 Η Επιτροπή υπενθυμίζει κατ' αρχάς τη νομολογία του Δικαστηρίου κατά την οποία η απαγόρευση του άρθρου 92, παράγραφος 1, της Συνθήκης περιλαμβάνει το σύνολο των ενισχύσεων που χορηγούν τα κράτη μέλη και δεν συντρέχει λόγος να γίνεται διάκριση μεταξύ της περιπτώσεως κατά την οποία η ενίσχυση χορηγείται απευθείας από το κράτος [και της περιπτώσεως κατά την οποία η ενίσχυση χορηγείται] από δημόσιους ή ιδιωτικούς οργανισμούς που το κράτος ιδρύει ή ορίζει ως υπεύθυνους για τη διαχείριση της ενισχύσεως (προαναφερθείσα απόφαση Van der Kooy κ.λπ. κατά Επιτροπής, σκέψη 35). Εν προκειμένω, το Ταμείο έχει ως σκοπό, σύμφωνα με τις εφαρμοστέες εθνικές διατάξεις, να διαχειρίζεται δημόσια και ιδιωτικά κεφάλαια, τα οποία συχνά κατατίθενται δυνάμει υποχρεώσεως βάσει νόμου ή κανονιστικής



ρυθμίσεως. Εξάλλου, η τοποθέτηση των κεφαλαίων που διαχειρίζεται το Ταμείο, όπως και η ανάληψη των καταθέσεων, διέπεται από νομοθετικές ή κανονιστικές διατάξεις.

48 Συναφώς, η Επιτροπή υπενθυμίζει την από 2 Ιουλίου 1974 απόφαση του Δικαστηρίου, 173/73, Ιταλία κατά Επιτροπής (Συλλογή τόμος 1974, σ. 351, σκέψη 35), κατά την οποία πρόκειται για κρατικούς πόρους εφόσον τα οικεία κεφάλαια προέρχονται, αφενός, από υποχρεωτικές εισφορές που επιβάλλει η εθνική νομοθεσία και, αφετέρου, η διαχείριση και η κατανομή των κεφαλαίων αυτών γίνονται σύμφωνα με τη νομοθεσία αυτή, έστω και αν η διαχείρισή τους γίνεται από όργανα ξένα προς τη δημόσια αρχή. Θεωρεί ότι οι καταθέσεις που γίνονται στο Ταμείο λόγω υποχρεώσεως την οποία επιβάλλουν νομοθετικές και κανονιστικές διατάξεις πρέπει να θεωρούνται ως υποχρεωτικές εισφορές κατά την έννοια της αποφάσεως αυτής. Εν πάση περιπτώσει, δεν απαιτείται να αποδειχθεί ότι πρόκειται για κεφάλαια των οποίων η χρήση προβλέπεται από τις κείμενες διατάξεις που συνιστούν ειδικώς και ρητώς τα μέτρα ενισχύσεως (προαναφερθείσα απόφαση της 21ης Μαρτίου 1991, Ιταλία κατά Επιτροπής, σκέψη 14). Επομένως, τα ποσά που κατατίθενται στο Ταμείο δεν μπορούν να θεωρηθούν ως ιδιωτικά κεφάλαια.

49 Η Επιτροπή υπογραμμίζει την παρέμβαση του κράτους στον διορισμό του διευθυντικού προσωπικού του Ταμείου. Έτσι, δυνάμει των ισχυουσών εθνικών διατάξεων, ο γενικός διευθυντής του Ταμείου διορίζεται από τον Πρόεδρο της Δημοκρατίας κατόπιν εισηγήσεως του Υπουργού Εθνικής Οικονομίας και Οικονομικών. Το γεγονός ότι, κατά τον χρόνο των περιστατικών, ο γενικός διευθυντής δεν μπορούσε να ανακληθεί από τον Πρόεδρο της Δημοκρατίας παρά μόνον αιτήσει της επιτροπής εποπτείας δεν είναι ικανό να μειώσει τον ρόλο του κράτους, κατά το μέτρο που το σύνολο σχεδόν των μελών της επιτροπής αυτής ανήκει στον κρατικό μηχανισμό. Ο διορισμός των άλλων διευθυντικών στελεχών του Ταμείου, καθώς και των μελών του διοικητικού συμβουλίου πραγματοποιείται από την κυβέρνηση, το δε μόνιμο προσωπικό διέπεται από τη γενική κανονιστική ρύθμιση περί της δημοσίας υπηρεσίας. Δεν μπορεί επομένως να υπάρχει καμιά αμφιβολία ως προς τον καθοριστικό ρόλο των κρατικών αρχών στη λειτουργία του Ταμείου.

50 Όσον αφορά την επιτροπή εποπτείας, η Επιτροπή διευκρίνισε ότι, ακόμη και αν αυτή εκπροσωπεί τη νομοθετική αρχή, το γεγονός αυτό δεν αναιρεί την άποψη της εξαρτήσεως του Ταμείου από το κράτος. Πράγματι, το κράτος

ευθύνεται, κατά το κοινοτικό δίκαιο, οποιοδήποτε και αν είναι το όργανο στο οποίο οφείλεται η παραβίαση. Κατά τη νομολογία του Δικαστηρίου σε άλλους τομείς, όταν το κράτος παρεμβαίνει, είναι αδιάφορο υπό ποια ιδιότητα αυτό ενεργεί (αποφάσεις της 26ης Φεβρουαρίου 1986, 152/84, Marshall, Συλλογή 1986, σ. 723, σκέψη 49, και της 15ης Μαΐου 1986, 222/84, Johnston, Συλλογή 1986, σ. 1651, σκέψη 56). Επομένως, δεν μπορεί να μη γίνει δεκτό ότι οι παρεμβάσεις του Ταμείου πρέπει να θεωρηθούν ως κρατικές παρεμβάσεις, ανεξάρτητα από το τμήμα από το οποίο προέρχονται τα κεφάλαια τα οποία χρησιμοποιούνται για συγκεκριμένη συναλλαγή.

51 Η Επιτροπή καταλήγει στο ότι, ανεξάρτητα από τις ιδιομορφίες του, το Ταμείο, δημόσιο ίδρυμα, εμπίπτει στις διατάξεις της Συνθήκης περί των κρατικών ενισχύσεων. Έστω και αν θεωρητικά το Ταμείο εποπτεύεται από τη νομοθετική εξουσία, δεν είναι δυνατό οι δραστηριότητές του να εκφεύγουν από τον κοινοτικό έλεγχο των κρατικών ενισχύσεων. Εφόσον είναι δημόσιο ίδρυμα, ο καταλογισμός των δραστηριοτήτων του στο κράτος δεν μπορεί να αμφισβητηθεί.

52 Με το υπόμνημα απαντήσεώς της η προσφεύγουσα αμφισβητεί τη λυσιτέλεια εν προκειμένω των αποφάσεων της 2ας Ιουλίου 1974 και της 21ης Μαρτίου 1991, Ιταλία κατά Επιτροπής, που έχουν παρατεθεί ήδη, τις οποίες επικαλείται η Επιτροπή για να αποδείξει ότι τα κεφάλαια που χρησιμοποιεί το CDC-P είναι κρατικοί πόροι. Συγκεκριμένα, αφενός, αφού τα κεφάλαια που τίθενται στη διάθεση του Ταμείου είναι ιδιωτικά κεφάλαια, ουδόλως είναι δυνατόν να θεωρηθούν ως «κεφάλαια προικοδοτήσεως» που χορήγησε το κράτος· αφετέρου, τα ιδιωτικά αυτά κεφάλαια, τα οποία αντιπροσωπεύουν εκκαθαρισμένες και απαιτητές αξιώσεις των καταθετών έναντι του Ταμείου, ουδόλως αποτελούν «υποχρεωτικές συνεισφορές» επιβαλλόμενες από τη νομοθεσία του κράτους και, κατά συνέπεια, δεν μπορούν να θεωρηθούν ως κρατικοί πόροι.

53 Η προσφεύγουσα προσθέτει ότι η επιτροπή εποπτείας είναι πραγματικό όργανο ελέγχου το οποίο ασκεί πραγματική επίδραση επί των αποφάσεων του γενικού διευθυντή του Ταμείου. Εν πάση περιπτώσει, η Επιτροπή δεν απέδειξε ότι η απόφαση του Ταμείου να θέσει ένα μέρος των δικών του πόρων στη διάθεση του CDC-P προκειμένου αυτό να πραγματοποιήσει την επίδικη επένδυση δεν είχε υποβληθεί στον έλεγχο της επιτροπής εποπτείας.

- 54 Εξάλλου, η έννοια του «κρατικού μηχανισμού» που χρησιμοποιεί η Επιτροπή συνιστά καταχρηστική γενίκευση της έννοιας της κρατικής αρχής όπως ορίζεται στο άρθρο 92 της Συνθήκης. Συγκεκριμένα, οι μόνες κρατικές αρχές που μπορούν να αποφασίσουν τη χορήγηση ενός οικονομικού πλεονεκτήματος ικανού να αποτελέσει κρατική ενίσχυση είναι εκείνες που διαθέτουν πολιτική εξουσία που τους παρέχει τη δυνατότητα να λαμβάνουν μέτρα γενικού ενδιαφέροντος, δηλαδή η κυβέρνηση και η κεντρική κρατική διοίκηση η οποία είναι επιφορτισμένη με την εφαρμογή των επιλογών οικονομικής πολιτικής που έχει καθορίσει η κυβέρνηση.

### Εκτίμηση του Πρωτοδικείου

- 55 Επιβάλλεται να εξεταστεί αν η επίδικη επένδυση που πραγματοποίησε το CDC-P καλώς μπορούσε να θεωρηθεί από την Επιτροπή ως το αποτέλεσμα μιας συμπεριφοράς καταλογιστέας στο γαλλικό Δημόσιο (προαναφερθείσα απόφαση της 21ης Μαρτίου 1991, Ιταλία κατά Επιτροπής, σκέψη 11).
- 56 Τα άρθρα 92, παράγραφος 1, της Συνθήκης και 61, παράγραφος 1, της Συμφωνίας ΕΟΧ αναφέρονται σε ενισχύσεις χορηγούμενες από τα κράτη ή με κρατικούς πόρους, «υπό οποιαδήποτε μορφή». Κατά συνέπεια, η ερμηνεία των διατάξεων αυτών, αντί να στηρίζεται σε τυπικά κριτήρια, πρέπει να εμπνέεται από τον σκοπό των εν λόγω διατάξεων ο οποίος, σύμφωνα με το άρθρο 3, στοιχείο ζ', της Συνθήκης, αποβλέπει στο να εξασφαλίζει ανόθευτο ανταγωνισμό. Ως εκ τούτου, όλες οι επιδοτήσεις οι οποίες απειλούν να νοθεύσουν τον ανταγωνισμό και προέρχονται από τον δημόσιο τομέα εμπίπτουν στις προαναφερόμενες διατάξεις χωρίς να απαιτείται οι επιδοτήσεις αυτές να χορηγούνται από την κυβέρνηση ή από την κεντρική διοίκηση του κράτους μέλους (βλ., υπό την έννοια αυτή, την απόφαση του Δικαστηρίου της 21ης Μαρτίου 1991, C-305/89, Ιταλία κατά Επιτροπής, Συλλογή 1991, σ. I-1603, σκέψη 13, και την προαναφερθείσα απόφαση *Sloman Neptun*, σκέψη 19).
- 57 Εν προκειμένω, η εξέταση του Πρωτοδικείου μπορεί να περιοριστεί αποκλειστικά στο καθεστώς του Ταμείου. Πράγματι, έστω και αν η ανάληψη των τίτλων για τους οποίους γίνεται λόγος έγινε τυπικά από το CDC-P, ανώνυμη εταιρία ιδιωτικού δικαίου, η προσφεύγουσα δέχθηκε ρητά (υπόμνημα απα-

ντήσεως, παράγραφος 12) ότι αυτή η «επένδυση πραγματοποιήθηκε υπό την αποφασιστική ώθηση του πλειοψηφούντος μετόχου του, και με κεφάλαια που είχε θέσει στη διάθεσή του το ταμείο». Ως εκ τούτου, η εν λόγω ανάληψη καταλογίζεται εν πάση περιπτώσει στο Ταμείο. Κατά συνέπεια, η επιχειρηματολογία που ανέπτυξε η προσφεύγουσα σχετικά με την φερομένη ανεξαρτησία του CDC-P είναι αλυσιτελής.

- 58 Όσον αφορά το Ταμείο, επιβάλλεται η υπόμνηση ότι αυτό δημιουργήθηκε με τον νόμο περί του προϋπολογισμού του 1816 ως «ειδικό ίδρυμα» το οποίο τέθηκε «υπό την εποπτεία και την εγγύηση της νομοθετικής αρχής», οι σκοποί του — οι οποίοι περιλαμβάνουν κυρίως τη διαχείριση δημοσίων και ιδιωτικών κεφαλαίων που αποτελούνται από υποχρεωτικές καταθέσεις — καθορίζονται με νομοθετικές και κανονιστικές διατάξεις, ο δε γενικός διευθυντής του διορίζεται από τον Πρόεδρο της Δημοκρατίας και ο διορισμός των άλλων διευθυντικών στελεχών γίνεται από την κυβέρνηση.
- 59 Τα στοιχεία αυτά αρκούν για να δικαιολογήσουν το ότι το Ταμείο θεωρείται ότι εμπίπτει στον δημόσιο τομέα. Ασφαλώς αυτό συναρτάται μόνο προς τη «νομοθετική αρχή». Ωστόσο η νομοθετική εξουσία είναι μια από τις συνταγματικές εξουσίες του κράτους, οπότε η συμπεριφορά της κατ' ανάγκη καταλογίζεται σ' αυτό.
- 60 Η συλλογιστική αυτή επιρρωννύεται από τη νομολογία του Δικαστηρίου σχετικά με την παράβαση κράτους μέλους βάσει του άρθρου 169 της Συνθήκης, κατά την οποία ένα κράτος μέλος υπέχει ευθύνη όποιο και αν είναι το κρατικό όργανο του οποίου η ενέργεια ή η αδράνεια προκάλεσε την παράβαση, «ακόμη και αν πρόκειται για συνταγματικώς ανεξάρτητο όργανο» (απόφαση της 5ης Μαΐου 1970, 77/69, Επιτροπή κατά Βελγίου, Συλλογή τόμος 1969-1971, σ. 305, σκέψη 15). Η εκτίμηση αυτή είναι εξίσου αληθής στον τομέα του ελέγχου των κρατικών ενισχύσεων, αφού το Δικαστήριο έκρινε συγκεκριμένα ότι το ένδικο βοήθημα που προβλέπει το άρθρο 93, παράγραφος 2, δεύτερο εδάφιο, της Συνθήκης δεν είναι παρά μια παραλλαγή της προσφυγής λόγω παραβάσεως, ειδικώς προσαρμοσμένη στα ιδιαίτερα προβλήματα που παρουσιάζουν οι κρατικές ενισχύσεις για τον ανταγωνισμό εντός της κοινής αγοράς (απόφαση της 14ης Φεβρουαρίου 1990, C-301/87, Γαλλία κατά Επιτροπής, Συλλογή 1990, σ. I-307, σκέψη 23).

- 61 Από τα προεκτεθέντα προκύπτει ότι η Επιτροπή καλώς χαρακτήρισε το Ταμείο ως ίδρυμα ανήκον στον δημόσιο τομέα, του οποίου η συμπεριφορά καταλογίζεται στο γαλλικό Δημόσιο.
- 62 Το αποτέλεσμα αυτό δεν αναιρείται από τα επιχειρήματα που αντλούνται από τη νομική αυτονομία του Ταμείου έναντι των κρατικών πολιτικών αρχών, το αμετάκλητο του γενικού διευθυντή ο οποίος τελεί μόνον υπό τον έλεγχο μιας ανεξάρτητης επιτροπής εποπτείας, το ειδικό καθεστώς του Ταμείου σε σχέση με το Ελεγκτικό Συνέδριο, καθώς και το ειδικό λογιστικό και φορολογικό του καθεστώς. Όντως πρόκειται για στοιχεία τα οποία αφορούν την εσωτερική οργάνωση του δημόσιου τομέα, η δε ύπαρξη κανόνων που διασφαλίζουν την ανεξαρτησία ενός κρατικού οργάνου σε σχέση με άλλα όργανα δεν θίγει την ίδια την αρχή του δημόσιου χαρακτήρα αυτού του οργάνου. Δεν μπορεί να γίνεται δεκτή κατά το κοινοτικό δίκαιο η καταστρατήγηση των διατάξεων περί των κρατικών ενισχύσεων από το γεγονός και μόνον ότι δημιουργούνται αυτόνομα όργανα επιφορτισμένα με την κατανομή των ενισχύσεων.
- 63 Κατά το μέτρο που η προσφεύγουσα αμφισβητεί εν συνεχεία τον χαρακτήρα της επίδικης επενδύσεως ως κρατικής ενισχύσεως υπογραμμίζοντας την ιδιωτική προέλευση των κεφαλαίων που διαχειρίζεται το Ταμείο και το γεγονός ότι οι καταθέτες των κεφαλαίων αυτών μπορούν ανά πάσα στιγμή να ζητήσουν την απόδοσή τους, επιβάλλεται να υπομνηστεί ότι, κατά τη νομολογία του Δικαστηρίου (προαναφερθείσα απόφαση Van Tiggele, σκέψη 25, και απόφαση της 13ης Οκτωβρίου 1982, 213/81, 214/81 και 215/81, Norddeutsches Vieh- und Fleischkontor, Συλλογή 1982, σ. 3583, σκέψη 22), για να θεωρηθεί η επίδικη επένδυση ως κρατική ενίσχυση πρέπει να αναλυθεί ως πλεονέκτημα χορηγούμενο άμεσα ή έμμεσα από κρατικούς πόρους, πράγμα που προϋποθέτει ότι «οι πόροι από τους οποίους χορηγείται η ενίσχυση προέρχονται από το κράτος μέλος».
- 64 Η προσφεύγουσα υποστηρίζει ότι τα κεφάλαια που κατατίθενται στο Ταμείο, λόγω του ότι είναι αποδοτέα, δεν ταυτίζονται προς τις «υποχρεωτικές συνεισφορές» που αναλύθηκαν με την προαναφερθείσα απόφαση της 2ας Ιουλίου 1974, Ιταλία κατά Επιτροπής, διότι μόνον οι τελευταίες παραμένουν οριστικά στη διάθεση του κράτους. Συναφώς, επιβάλλεται η υπόμνηση ότι με την απόφαση αυτή (σκέψεις 33 έως 35) το Δικαστήριο έκρινε ότι η μερική απαλλαγή από τις κρατικές οικονομικές επιβαρύνσεις που βαρύνουν τις επιχειρήσεις ενός συγκεκριμένου βιομηχανικού τομέα συνιστά ενίσχυση κατά την έννοια του άρθρου 92 της Συνθήκης, κατά το μέτρο που η απώλεια των εσόδων

που προκύπτουν από αυτή αντισταθμίζεται από τους πόρους οι οποίοι προέρχονται από τις υποχρεωτικές εισφορές που επιβάλλει η νομοθεσία του κράτους.

- 65 Είναι αληθές ότι η εν προκειμένω περίπτωση διακρίνεται από την περίπτωση η οποία αποτέλεσε αντικείμενο της προαναφερθείσας αποφάσεως, καθόσον τα κατατιθέμενα στο Ταμείο ποσά δεν αποτελούν μη ανταποδοτικές μεταβιβάσεις, αλλά μπορούν να αναληφθούν από τους καταθέτες. Κατά συνέπεια και αντίθετα από τα έσοδα που συνιστούν οι φόροι ή οι υποχρεωτικές εισφορές, τα ποσά αυτά δεν είναι στη διαρκή διάθεση του δημόσιου τομέα. Επιβάλλεται ωστόσο να εξεταστεί σε ποιο βαθμό το νομικό αυτό καθεστώς των κεφαλαίων που διαχειρίζεται το Ταμείο αντικατοπτρίζεται στην οικονομική πραγματικότητα, αν ληφθεί ιδίως υπόψη ότι το κοινοτικό δίκαιο αναφέρεται στις ενισχύσεις που χορηγούνται με κρατικούς πόρους «υπό οποιαδήποτε μορφή».
- 66 Συναφώς, επιβάλλεται η διαπίστωση ότι οι εισροές και εκροές κεφαλαίων που διενεργούνται στο Ταμείο δημιουργούν ένα σταθερό υπόλοιπο, που το Ταμείο μπορεί να χρησιμοποιεί ωςάν τα κεφάλαια που αντιστοιχούν στο υπόλοιπο αυτό παρέμεναν οριστικά στη διάθεσή του. Επομένως, το Ταμείο μπορεί, όπως παρατήρησε η ίδια η προσφεύγουσα, να υιοθετήσει «συμπεριφορά επενδυτή ανάλογα με την εξέλιξη των αγορών» (δικόγραφο της προσφυγής, παράγραφος 11), χρησιμοποιώντας με δική της ευθύνη το εν λόγω διαθέσιμο υπόλοιπο.
- 67 Το Πρωτοδικείο θεωρεί ότι η επίδικη επένδυση, χρηματοδοτηθείσα από το διαθέσιμο υπόλοιπο του Ταμείου, είναι ικανή να νοθεύσει τον ανταγωνισμό κατά την έννοια του άρθρου 92, παράγραφος 1, της Συνθήκης, κατά τον ίδιο τρόπο ωςάν η επένδυση αυτή να είχε χρηματοδοτηθεί με έσοδα προερχόμενα από φόρους ή υποχρεωτικές συνεισφορές. Η διάταξη αυτή περιλαμβάνει επομένως όλα τα χρηματικά μέσα τα οποία ο δημόσιος τομέας μπορεί όντως να χρησιμοποιεί προς υποστήριξη των επιχειρήσεων, χωρίς να ασκεί επιρροή το ότι τα μέσα αυτά ανήκουν ή όχι διαρκώς στην περιουσία του εν λόγω τομέα. Κατά συνέπεια, το γεγονός ότι τα χρησιμοποιηθέντα από το Ταμείο κεφάλαια ήσαν αποδοτέα δεν ασκεί επιρροή. Άλλωστε κανένα στοιχείο του φακέλου δεν επιτρέπει να υποτεθεί ότι η πραγματοποίηση της επίδικης επενδύσεως παρεμποδίστηκε από το ότι τα χρησιμοποιηθέντα κεφάλαια ήσαν αποδοτέα.

68 Τέλος, το συμπέρασμα αυτό δεν έρχεται σε αντίθεση με την απόφαση του Δικαστηρίου της 30ής Ιανουαρίου 1985, 290/83, Επιτροπή κατά Γαλλίας (Συλλογή 1985, σ. 439, σκέψη 15), με την οποία κρίθηκε ότι «το άρθρο 92 της Συνθήκης διέπει ενίσχυση η οποία (...) αποφασίστηκε και χρηματοδοτήθηκε από δημόσιο ίδρυμα, η εκτέλεση της οποίας εξαρτάται από την έγκριση των δημοσίων αρχών (...)». Πράγματι, η απόφαση αυτή δεν πρέπει να ερμηνευθεί υπό την έννοια ότι ο χαρακτηρισμός της ενισχύσεως ως κρατικής προϋποθέτει πάντοτε την έγκρισή της από τις κρατικές αρχές ακόμη και στην περίπτωση που η επίμαχη χρηματοδοτική συναλλαγή αποφασίστηκε και χρηματοδοτήθηκε από ίδρυμα το οποίο περιλαμβάνεται ήδη στον δημόσιο τομέα· το Δικαστήριο περιορίστηκε μάλλον στο να εκθέσει όλους τους παράγοντες οι οποίοι ασκούσαν επιρροή στην κριθείσα υπόθεση για να συναγάγει ότι, εν πάση περιπτώσει, οι συντρέχοντες αυτοί παράγοντες περιλαμβάνονται στην απαγόρευση του άρθρου 92, παράγραφος 1, της Συνθήκης. Επομένως, ακόμη και αν η επίδικη επένδυση που πραγματοποίησε το Ταμείο δεν εγκρίθηκε από τη Γαλλική Κυβέρνηση, το γεγονός ότι το ανήκον στον δημόσιο τομέα Ταμείο χρησιμοποίησε για την επένδυση αυτή κεφάλαια τα οποία μπορούσε να έχει στη διάθεσή του αρκεί, όπως αναφέρθηκε πιο πάνω, για να χαρακτηριστεί η επένδυση ως κρατική παρέμβαση δυνάμενη να αποτελεί ενίσχυση κατά την έννοια του άρθρου 92, παράγραφος 1, της Συνθήκης.

69 Ως εκ τούτου, το πρώτο σκέλος του πρώτου λόγου ακυρώσεως δεν μπορεί να γίνει δεκτό.

*Επί του πρώτου λόγου ακυρώσεως, δεύτερο σκέλος*

70 Κατά το μέτρο που η προσφεύγουσα, στηριζόμενη σε ορισμένα διαφορετικά επιχειρήματα, προσάπτει στην Επιτροπή ότι στην προκειμένη περίπτωση αγνόησε την εφαρμογή του κριτηρίου σχετικά με τη συμπεριφορά ενός ορθολογικώς πράττοντος ιδιώτη επενδυτή που ενεργεί υπό κανονικές συνθήκες οικονομίας της αγοράς, επιβάλλεται να υπομνηστεί ότι, πρώτον, το κριτήριο αυτό είναι απόρροια της αρχής της ίσης μεταχειρίσεως μεταξύ του δημόσιου και του ιδιωτικού τομέα, αρχή κατά την οποία τα κεφάλαια που τίθενται από το κράτος στη διάθεση μιας επιχειρήσεως, άμεσα ή έμμεσα, υπό συνθήκες οι οποίες ανταποκρίνονται στους κανονικούς όρους της αγοράς, δεν μπορούν να χαρακτηριστούν ως κρατικές ενισχύσεις (προαναφερθείσα απόφαση της 21ης Μαρτίου 1991, C-303/88, Ιταλία κατά Επιτροπής, σκέψη 20).

- 71 Δεύτερον, επιβάλλεται να υπομνηστεί ότι, με την απόφαση της 29ης Φεβρουαρίου 1996, C-56/93, Βέλγιο κατά Επιτροπής (Συλλογή 1996, σ. I-723, σκέψεις 10 και 11), εξετάζοντας τους λόγους ακυρώσεως που αντλούνταν αντιστοίχως από την πρόδηλη πλάνη κατά την εκτίμηση των πραγματικών περιστατικών και την εσφαλμένη ερμηνεία του άρθρου 92, παράγραφος 1, της Συνθήκης, έκρινε ότι η εκ μέρους της Επιτροπής εξέταση του ζητήματος αν συγκεκριμένο μέτρο μπορεί να χαρακτηριστεί ως ενίσχυση κατά την έννοια του άρθρου 92, παράγραφος 1, της Συνθήκης, επειδή το κράτος δεν ενήργησε «όπως ο συνήθης επιχειρηματίας», συνεπάγεται μια περίπλοκη οικονομική εκτίμηση. Εν προκειμένω, η εκ μέρους της Επιτροπής εφαρμογή του κριτηρίου σχετικά με την κανονική συμπεριφορά ενός ορθολογικώς πράττοντος ιδιώτη επενδυτή συνεπαγόταν επίσης περίπλοκες οικονομικές εκτιμήσεις.
- 72 Κατά πάγια νομολογία, η Επιτροπή απολαύει διακριτικής εξουσίας όταν εκδίδει πράξη συνεπαγόμενη τέτοιες εκτιμήσεις. Ο δικαστικός έλεγχος πρέπει να περιορίζεται στον έλεγχο περί του αν τηρήθηκαν οι κανόνες διαδικασίας και αιτιολογήσεως, αν τα πραγματικά περιστατικά που ελήφθησαν υπόψη για την αμφισβητούμενη επιλογή ήσαν ακριβή, περί του αν υφίσταται πρόδηλη πλάνη κατά την εκτίμηση των περιστατικών αυτών ή κατάχρηση εξουσίας (ίδια απόφαση Βέλγιο κατά Επιτροπής, σκέψη 11).
- 73 Τα προβαλλόμενα από την προσφεύγουσα επιχειρήματα πρέπει να εξεταστούν υπό το φως των προαναφερομένων σκέψεων.

Ως προς το επιχείρημα που αντλείται από την ανακριβή ανάλυση της ημερομηνίας κατά την οποία το CDC-P έλαβε την απόφαση να επενδύσει

— Επιχειρήματα των διαδίκων

- 74 Η προσφεύγουσα ισχυρίζεται ότι η Επιτροπή, λαμβάνοντας υπόψη με την προσβαλλόμενη απόφαση μόνο την ημερομηνία της πραγματικής εγγραφής από το CDC-P των τίτλων που εξέδωσε η Air France, δηλαδή τον Απρίλιο του 1993, αγνόησε τις αναγκαίες προθεσμίες για την προετοιμασία και την



υλοποίηση μιας συναλλαγής τόσο περίπλοκης όσο είναι η έκδοση των ORA και των TSIP-BSA. Συγκεκριμένα, αφού το CDC-P είχε συμβάλει στην προετοιμασία των εκδόσεων αυτών, ευθύς εξαρχής είχε συνεργαστεί στη διαδικασία επεξεργασίας της χρηματοδότησεως που τελικά προτάθηκε στο κοινό. Έτσι, οι πρώτες επαφές μεταξύ Air France και CDC-P πραγματοποιήθηκαν τον Νοέμβριο του 1992. Τον Δεκέμβριο του 1992, κατόπιν ευνοϊκής αναλύσεως των μεσοπρόθεσμων οικονομικών προβλέψεων που πραγματοποίησε η Air France, η τελευταία και το CDC-P συμφώνησαν να πραγματοποιήσουν μακροπρόθεσμες οικονομικές προβλέψεις, οι οποίες περατώθηκαν τον Ιανουάριο του 1993. Το διοικητικό συμβούλιο του CDC-P πληροφορήθηκε επίσημα την επίδικη συναλλαγή τον Ιανουάριο του 1993. Το CDC-P έκανε τότε νύξη στην Air France για την πρόταση εγγραφής μέχρι του ύψους του ποσού της σχεδιαζόμενης δημόσιας προσκλήσεως στην αποταμίευση, πράγμα που ισοδυναμούσε γι' αυτήν με εγγύηση του αισίου πέρατος της προβλεπόμενης συναλλαγής.

75 Η προσφεύγουσα υπογραμμίζει ότι μόλις στο τέλος του πρώτου τριμήνου του 1993 έγινε γνωστή η «παρά πολύ μεγάλη επιδείνωση της χρηματοοικονομικής δομής της Air France» στην οποία αναφέρεται η Επιτροπή για να δικαιολογήσει τον χαρακτηρισμό της επίδικης επενδύσεως ως κρατικής ενισχύσεως. Οι μελέτες αποδοτικότητας στην οποία στηρίχθηκε η απόφαση για την επένδυση είχαν πραγματοποιηθεί βάσει των λογαριασμών που έκλεισαν στις 30 Σεπτεμβρίου 1992 — των μόνων στοιχείων που ήσαν διαθέσιμα στο τέλος του έτους 1992 —, αφού το πρώτο τρίμηνο του 1993 είχε αφιερωθεί στην υλοποίηση των σχεδιαζομένων εκδόσεων. Η εγγραφή του Απριλίου 1993 ήταν επομένως η τυπική κατάληξη μιας διαδικασίας συνακόλουθης της οικονομικής αποφάσεως η οποία είχε ληφθεί στις αρχές του έτους 1993, ενώ η προαναφερθείσα οικονομική επιδείνωση δεν είχε εμφανιστεί ακόμη.

76 Η προσφεύγουσα θεωρεί ότι, προβάλλοντας την τυπική πλευρά της επενδύσεως, δηλαδή την πράξη εγγραφής του Απριλίου 1993, έναντι της διαδικασίας λήψεως της αποφάσεως που επιβάλλει η πραγματικότητα, η Επιτροπή τοποθέτησε τη χρονική στιγμή της οικονομικής αποτιμήσεως της συναλλαγής σε ημερομηνία μεταγενέστερη κατά τέσσερις μήνες από την πραγματική ημερομηνία λήψεως της αποφάσεως. Ενεργώντας κατ' αυτόν τον τρόπο η Επιτροπή δεν τήρησε τη δική της θεωρητική αντίληψη σχετικά με τον ανταγωνισμό και τις κρατικές ενισχύσεις, η οποία συνίσταται στο να λαμβάνεται υπόψη η οικονομική φύση της συναλλαγής και όχι η νομική της μορφή. Έτσι, υιοθέτησε χωρίς αιτιολόγηση τη λύση που ευνοεί καλύτερα τα συμφέροντά της, χωρίς να λάβει υπόψη τις πρακτικές λεπτομέρειες για την υλοποίηση μιας συναλλαγής που συνίσταται στη δημόσια πρόσκληση στην αποταμίευση.

77 Η Επιτροπή υπενθυμίζει ότι, σύμφωνα με την προσβαλλόμενη απόφαση, η ημερομηνία της αποφάσεως του CDC-P να επενδύσει πρέπει να είναι, σύμφωνα με τις συνήθειες εμπορικές πρακτικές, εκείνη της πραγματικής εγγραφής του Απριλίου 1993 και, εν πάση περιπτώσει, η ημερομηνία αυτή δεν μπορούσε να ήταν προγενέστερη της 17ης Φεβρουαρίου 1993. Θεωρώντας ότι πριν από την ημερομηνία αυτή δεν ήταν δυνατό να ληφθεί καμιά νομικώς ανέκκλητη απόφαση, σεβάστηκε την πραγματικότητα των εξουσιών και των επιδράσεων πέραν των καθαρώς νομικών τύπων. Το από 7 Ιανουαρίου 1994 έγγραφο που οι γαλλικές αρχές απηύθυναν στην Επιτροπή αναφέρει σαφώς ότι «το CDC-P οριστικοποίησε τον Φεβρουάριο του 1993 την απόφασή του περί εγγραφής» στην επίδικη έκδοση.

— Εκτίμηση του Πρωτοδικείου

78 Με την προσβαλλόμενη απόφαση (ΕΕ, σ. 32), η Επιτροπή προέβη στις ακόλουθες διαπιστώσεις βάσει των πληροφοριών που προσκόμισαν οι γαλλικές αρχές:

«(...) το διοικητικό συμβούλιο της Air France καθόρισε μετά από διαπραγματεύσεις με το CDC-P τα χαρακτηριστικά των ομολόγων και υπέβαλε πρόταση στους μετόχους να εγκρίνουν την έκδοση στις 17 Φεβρουαρίου 1993. Στην συνέχεια, και συγκεκριμένα στις 24 Μαρτίου 1993, οι μέτοχοι τάχθηκαν σε έκτακτη συνέλευσή τους υπέρ της έκδοσης των ομολόγων και ενέκριναν τις οριστικές λεπτομέρειες της εν λόγω πράξης. Με βάση τη συνήθη επιχειρηματική πρακτική, πρέπει να γίνει δεκτό ότι η επενδυτική απόφαση του CDC-P ελήφθη κατά τον χρόνο της εγγραφής για την αγορά των ομολόγων (δηλαδή τον Απρίλιο του 1993). Οι γαλλικές αρχές δεν έχουν αποδείξει ότι το CDC-P ήταν νομικά υποχρεωμένο να ζητήσει να συμμετάσχει στην έκδοση πριν από την ανωτέρω ημερομηνία. Εφόσον δεν υπήρξε κάποια νομικά δεσμευτική πράξη, οποιαδήποτε εκδήλωση ενδιαφέροντος εκ μέρους του CDC-P, πριν από την ημερομηνία της εγγραφής, πρέπει να θεωρηθεί ως μια απλή δήλωση προθέσεως. Εν πάση περιπτώσει, ακόμη και αν υποτεθεί ότι το CDC-P έλαβε την επενδυτική απόφαση πριν από τον Απρίλιο του 1993 και ότι η απόφαση αυτή δεν ήταν δυνατόν να ανακληθεί, ως κρίσιμη ημερομηνία πρέπει να ορισθεί η 17 Φεβρουαρίου 1993 το νωρίτερο (δηλαδή η ημερομηνία υποβολής από το διοικητικό συμβούλιο της πρότασης για την έκδοση των ομολογιακών δανείων). Προ της ανωτέρω ημερομηνίας, οι οριστικές λεπτομέρειες των εκδόσεων δεν είχαν αποφασισθεί ακόμη και επομένως το CDC-P δεν έχει στη διάθεσή του επαρκή στοιχεία προκειμένου να λάβει τελικές αποφάσεις ή να αναλάβει οποιαδήποτε δέσμευση».

79 Η συλλογιστική αυτή της Επιτροπής δεν μπορεί να θεωρηθεί ότι φέρει το στίγμα πρόδηλης πλάνης εκτιμήσεως. Πράγματι, ένας ορθολογικώς πράττων ιδιώτης επενδυτής δεν θα ελάμβανε υπό κανονικές περιστάσεις μια απόφαση

που τον υποχρέωνε ανέκκλητα να πραγματοποιήσει επένδυση τέτοιου μεγέθους όπως αυτή για την οποία γίνεται λόγος ή να εγγυηθεί το αίσιο πέρας της, εφόσον ακόμη δεν είχαν αποφασιστεί οριστικά οι λεπτομέρειές της. Εν προκειμένω, δεν θα ελάμβανε επομένως μια τέτοια απόφαση πριν από τις 17 Φεβρουαρίου 1993. Σε κατάσταση όπως αυτή που είναι αντικείμενο της παρούσας διαφοράς — όπου πριν από την εγγραφή τον Απρίλιο του 1993 για τους επίδικους τίτλους είχαν προηγηθεί διαπραγματεύσεις πολλών μηνών μεταξύ του εκδότη και του εγγραφόμενου —, ένας ορθολογικώς πράττων ιδιώτης επενδυτής θα εφρόντιζε επιπλέον να παρατηρεί προσεκτικά, κατά την περίοδο αυτή των διαπραγματεύσεων, την οικονομική και χρηματοοικονομική εξέλιξη της επιχειρήσεως στην οποία αναφερόταν το επενδυτικό του πρόγραμμα. Στην περίπτωση κατά την οποία θα είχε δημιουργηθεί ένα σημαντικό αρνητικό γεγονός, δεν θα εδίσταζε να παραιτηθεί από το πρόγραμμα αυτό, εφόσον δεν θα δεσμευόταν νομικώς να το πραγματοποιήσει. Επομένως, η Επιτροπή καλώς μπορούσε να θεωρήσει ότι η απόφαση για την επένδυση είχε ληφθεί εν προκειμένω τον Απρίλιο του 1993 ή, το ενωρίτερον, στις 17 Φεβρουαρίου 1993.

80 Όσον αφορά το ζήτημα που έθεσε η προσφεύγουσα, δηλαδή ποιοι ήσαν οι κρίσιμοι οικονομικοί και χρηματοοικονομικοί παράγοντες που ένας ορθολογικώς πράττων ιδιώτης επενδυτής ευλόγως μπορούσε και όφειλε να λάβει υπόψη κατά την ημερομηνία που έγινε δεκτή ως ημερομηνία εγγραφής, θα εξεταστεί στο πλαίσιο του επόμενου επιχειρήματος.

81 Κατά συνέπεια, το επιχείρημα που αντλείται από την ανακριβή ανάλυση της ημερομηνίας κατά την οποία ελήφθη η απόφαση περί επενδύσεως πρέπει, εν πάση περιπτώσει, να απορριφθεί.

Ως προς το επιχείρημα που αντλείται από την εσφαλμένη ανάλυση του πλαισίου της αποφάσεως του CDC-P περί επενδύσεως

— Επιχειρήματα των διαδίκων

82 Η προσφεύγουσα προσάπτει στην Επιτροπή ότι με την προσβαλλόμενη απόφαση απέφυγε κάθε ανάλυση του γενικού πλαισίου της αγοράς των αερομεταφορών κατά τον χρόνο των επίδικων δραστηριοτήτων. Η ανάλυση του

άμεσου πλαισίου της επίδικης επενδύσεως δεν θα εμπόδιζε έναν ορθολογικώς πράττοντα ιδιώτη επενδυτή να λάβει παρόμοια απόφαση. Συγκεκριμένα, έστω και αν οι διαθέσιμες πληροφορίες κατά την ασκούμενη επιρροή ημερομηνία αποδεικνύουν ότι η κατάσταση της Air France είχε επιδεινωθεί κατά το οικονομικό έτος 1992, το CDC-P βασίμως έλαβε υπόψη διάφορα στοιχεία που του επέτρεπαν να ελπίζει σε ταχεία βελτίωση της καταστάσεως. Μεταξύ των στοιχείων αυτών περιλαμβάνεται, κατά τη γνώμη της προσφεύγουσας, η ανάκαμψη στις πτήσεις της Air France κατά το έτος 1992 (+11,2% στο τέλος Νοεμβρίου 1992).

83 Η προσφεύγουσα προσθέτει ότι η απόφαση αναλήψεως των επίδικων τίτλων είχε εξαρτηθεί σε μεγάλο βαθμό από την εφαρμογή, τον Οκτώβριο του 1992, του προγράμματος αναδιάρθρωσεως (PRE 1) που είχε καταρτίσει η Air France και το οποίο απέβλεπε στη συμπλήρωση του προγράμματος CAP'93 και είχε ως στόχο την επιστροφή στην οικονομική ισορροπία από το 1994, αφού άλλωστε η αναδιάρθρωση της Air France είχε αρχίσει από πολλών ετών. Έτσι, ακόμη και αν τα αποτελέσματα της Air France το 1992 δεν ήταν τα αναμενόμενα, το CDC-P μπορούσε να ελπίζει στη βελτίωση της οικονομικής της καταστάσεως για τα επόμενα έτη. Στο πλαίσιο αυτό, το PRE 1 μετέφραζε την ισχυρή βούληση της διευθύνσεως της Air France να λάβει τα αναγκαία μέτρα, αφού ο στόχος ήταν να αυξηθεί κατά 3 δισεκατομμύρια FF η ετήσια ικανότητα αυτοχρηματοδοτήσεως, να συνεχιστεί η μείωση του προσωπικού προκειμένου να βελτιωθεί η παραγωγικότητα και να αναληφθεί εμπορική δράση περισσότερο επιθετική. Το CDC-P βασίμως μπορούσε να θεωρήσει ότι η μαζική κατάργηση θέσεων εργασίας (5 000 σε δύο έτη), τα εφαρμοσθέντα εμπορικά μέτρα προκειμένου να αντιμετωπιστεί η μείωση των εσόδων ανά μονάδα, καθώς και οι σωρευθέντες στόχοι των προγραμμάτων CAP'93 και PRE 1 (+4,5 δισεκατομμύρια FF βελτίωση του ακαθάριστου πλεονάσματος εκμεταλλεύσεως κατά το 1994) ήταν ανάλογοι των δυσχερειών της Air France, έστω και αν οι προσθεσμίες εφαρμογής των μέτρων που προβλέπονταν με τα προγράμματα αυτά ήταν σημαντικές.

84 Η προσφεύγουσα παρατηρεί εν συνεχεία ότι οι αναμενόμενες προοπτικές ανορθώσεως της Air France ενόψει των μέτρων που είχαν περιληφθεί στο πρόγραμμα PRE 1 είχαν ενισχυθεί από τις προβλέψεις εξελίξεως της αγοράς αερομεταφορών για το έτος 1993: αφενός, η Air France είχε προγραμματίσει, στις αρχές του έτους 1993, την αύξηση των πτήσεών της για επιβάτες και εμπορεύματα· αφετέρου, η χρηματιστική εταιρία Edmond de Rothschild Banque είχε υπογράμμισει, σε μελέτη πραγματοποιηθείσα στις 13 Ιανουαρίου 1993 σχετικά με την αύξηση του κεφαλαίου της Air France, ότι η αγορά των αερομεταφορών, έστω και σε ύφεση, παρουσίαζε βραχυπρόθεσμα ορισμένες ενθαρρυντικές ενδείξεις για τους επενδυτές.

- 85 Επικαλούμενη ιδίως τις ανεπάρκειες των προγραμμάτων αναδιαρθρώσεως που εφάρμοσε η Air France, η Επιτροπή στήριξε την προσβαλλόμενη απόφαση σε περιστάσεις οι οποίες δεν μπορούσαν να ήσαν γνωστές στους επενδυτές κατά τη στιγμή λήψεως της αποφάσεως προς ανάληψη των επίδικων τίτλων. Συγκεκριμένα, η αποτυχία του προγράμματος PRE 1 ήταν αποτέλεσμα γεγονότων τα οποία είχαν συμβεί κατά το πρώτο εξάμηνο του έτους 1993. Εξάλλου, το πρόγραμμα αναδιαρθρώσεως CAP'93 ίσχυε ακόμη κατά τον Απρίλιο του 1993 και η Επιτροπή δεν μπορούσε να θεωρήσει ότι, κατά τον χρόνο της επίδικης εγγραφής, οι οικονομικοί στόχοι του CAP'93 δεν μπορούσαν να επιτευχθούν. Παρομοίως, ούτε η μείωση στη μεταφορά επιβατών κατά τους πρώτους τέσσερις μήνες του 1993, ούτε η μετά τον Σεπτέμβριο του 1992 οικονομική κατάσταση της Air France μπορούσαν να ήσαν γνωστές στο CDC-P κατά τον χρόνο της επίδικης επενδύσεως.
- 86 Ως προς τη βραχυπρόθεσμη και μακροπρόθεσμη θεώρηση της επίδικης επενδύσεως, η προσφεύγουσα υπογραμμίζει ότι οι μελλοντικές προοπτικές, τόσο του τομέα των αεροπορικών εταιριών γενικά όσο και της Air France ειδικότερα, επέτρεπαν να θεωρηθεί ότι η συμμετοχή στις εκδόσεις για τις οποίες γίνεται λόγος αποτελούσαν καλή οικονομική ευκαιρία. Παραπέμποντας εκ νέου στη μελέτη που πραγματοποίησε η εταιρία Rothschild, παρατηρεί ειδικότερα ότι στη μελέτη αυτή υπογραμμίστηκε ότι «η αποδοτικότητα των εταιριών, οι οποίες θα βελτίωναν την αποδοτικότητά τους, θα πρέπει να αυξηθεί σημαντικά κατά τη στιγμή της οικονομικής ανακάμψεως», λόγος για τον οποίο «ορισμένοι αναλυτές συνιστούν συνολικά τον τομέα, σε μια μακροπρόθεσμη προοπτική».
- 87 Συναφώς, η προσφεύγουσα υπενθυμίζει όλα τα πλεονεκτήματα που απολαύει η Air France, δηλαδή την προνομιούχο πρόσβαση στο αεροδρόμιο Charles-de-Gaulle, στο Roissy-en-France, το εξαιρετικό δίκτυο στη Γαλλία και σε διεθνή κλίμακα, καθώς και τη χρηματοοικονομική δομή στο τέλος του έτους 1992 η οποία ήταν παρόμοια με εκείνη των κυριότερων ανταγωνιστών της, ή και περισσότερο ικανοποιητική. Συγκεκριμένα, το χρέος της Air France ήταν ίσο προς το 33 % του κύκλου εργασιών της έναντι 38 % για την British Airways, 41 % για τη Swissair, ή 67 % για την Japan Airlines. Επίσης, ο λόγος καθαρό αποτέλεσμα/κύκλος εργασιών του ομίλου Air France εξακολουθούσε να είναι στο τέλος του έτους 1992 καθ' όλα συγκρίσιμος προς εκείνον των ανταγωνιστών της. Το σύνολο των στοιχείων αυτών οδήγησε την τράπεζα επιχειρηματικής πίστωσης Lehman Brothers να υπογραμμίσει το δυναμικό της Air France αναφέροντας σε μελέτη δημοσιευθείσα τον Σεπτέμβριο του 1993: «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 (υπάρχει ένα μεγάλο δυναμικό για να καταστεί η Air France μια από τις πλέον επιτυχημένες αερογραμμές στην Ευρώπη (...) η Air France διαθέτει το δυναμικό για να καταστεί ένας επικερδής, πρωτοπόρος ευρωπαϊκός αερομεταφορέας»).

- 88 Εξάλλου, η αισιόδοξη ανάλυση της μακροπρόθεσμης εξέλιξης της αγοράς επιβεβαιώθηκε από την ίδια την Επιτροπή η οποία, με την απόφαση 94/118/ΕΚ, της 21ης Δεκεμβρίου 1993, σχετικά με την ενίσχυση που χορηγείται από την Ιρλανδική Κυβέρνηση στον όμιλο Aer Lingus (ΕΕ 1994, L 54, σ. 30), εκτιμούσε ότι οι προοπτικές για τον κλάδο αεροπορικών μεταφορών εξακολουθούσαν να είναι μάλλον ευοίωνες μακροπρόθεσμα και ότι, αν η οικονομία στο σύνολό της κατορθώσει να ανορθωθεί, οι αεροπορικές εταιρίες θα πρέπει να επιτύχουν καλύτερα αποτελέσματα κατά τα δύο προσεχή έτη (ΕΕ, σ. 38). Εξάλλου, με την προαναφερθείσα απόφαση 94/653, της 27ης Ιουλίου 1994, ληφθείσα αυθιμερόν με την προσβαλλόμενη απόφαση και με την οποία εγκρίθηκε η κοινοποιηθείσα αύξηση του εταιρικού κεφαλαίου της Air France, η Επιτροπή διευκρίνισε ότι, αφού η επιβατική κίνηση αυξήθηκε κατά 14 % και 9 % το 1992 και 1993, οι προοπτικές για τον κλάδο της ευρωπαϊκής πολιτικής αεροπορίας εξακολουθούσαν να είναι μεσοπρόθεσμα αρκετά θετικές (1994-1997) αφού η προβλεπόμενη αύξηση υπολογίζεται σε 6 % ετησίως (ΕΕ, σ. 82).
- 89 Η προσφεύγουσα υπογραμμίζει ακόμη ότι με την προσβαλλόμενη απόφαση η Επιτροπή υιοθέτησε θέση αντίθετη προς εκείνη που είχε αναπτύξει σχετικά με την έκδοση των ORA από την Air France τον Ιούλιο του 1992· συγκεκριμένα, είχε θεωρήσει τότε την κατοχή μετοχών της Air France το έτος 2000 ως ένα «σημαντικό πλεονέκτημα, αν ληφθούν υπόψη οι προοπτικές ανάπτυξης του ομίλου Air France και η αύξηση της αξίας της εταιρίας». Η προσφεύγουσα ισχυρίζεται ότι, μολονότι μεταξύ Ιουλίου 1992 και αρχών του έτους 1993 η κατάσταση της Air France ασφαλώς επιδεινώθηκε, ωστόσο δεν μειώθηκαν οι μακροπρόθεσμες προοπτικές της επιχειρήσεως. Λόγω των πρόσκαιρων δυσχερειών που αντιμετώπισε η επιχείρηση κατά την περίοδο αυτή, μόνον ο κίνδυνος που αναλάμβαναν οι επενδυτές είχε αυξηθεί, πράγμα που μεταφράστηκε σε αύξηση της καταβαλλόμενης αμοιβής στο πλαίσιο των εκδόσεων του Απριλίου 1993 σε σχέση με εκείνες του 1992.
- 90 Η προσφεύγουσα συνάγει ότι η Επιτροπή δεν μπορούσε να ισχυριστεί, με την προσβαλλόμενη απόφαση, ότι ο συνήθης επενδυτής δεν θα προέβαινε στην επένδυση σ' αυτόν τον τομέα ούτε να προσάπτει στο CDC-P ότι, από τις αρχές του έτους 1993, είχε προκαταλάβει αυτή τη γενική εξέλιξη στην αγορά των αερομεταφορών. Το CDC-P, έχοντας επίγνωση των οικονομικών δυσχερειών της Air France όπως αυτές αντικατοπτρίζονταν στους λογαριασμούς της της 30ής Σεπτεμβρίου 1992, θεώρησε επίσης ότι οι δυσχέριες αυτές ήταν παροδικές και έπρεπε να μετατεθούν στο γενικό ευνοϊκό πλαίσιο που θα κατέληγε βραχυπρόθεσμα σε επιστροφή της Air France στην αποδοτικότητα. Την ανάλυση αυτή συμμερίζονταν άλλωστε οι ιδιώτες επενδυτές οι οποίοι είχαν εγγραφεί για τις επίδικες εκδόσεις.

- 91 Εν πάση περιπτώσει, κατά τον χρόνο που έλαβε την απόφασή του — όταν μόνον οι λογαριασμοί της Air France της 30ής Σεπτεμβρίου 1992 ήσαν διαθέσιμοι, αφού οι οριστικοί λογαριασμοί του οικονομικού έτους 1992 δεν είχαν δημοσιευθεί ακόμη —, το CDC-P βασίμως έλαβε υπόψη τα κερδοφόρα αποτελέσματα εκμεταλλεύσεως που πραγματοποίησε ο όμιλος Air France κατά το οικονομικό έτος 1991 (213 εκατομμύρια FF) και τα καθαρά θετικά αποτελέσματα που είχε επιτύχει κατά τα οικονομικά έτη 1983 έως 1989 (685 εκατομμύρια FF το 1989). Στην αλληλουχία αυτή, η προσφεύγουσα παραπέμπει στην απόφαση του Δικαστηρίου της 10ης Ιουλίου 1986, 234/84, Βέλγιο κατά Επιτροπής (Συλλογή 1986, σ. 2263, σκέψη 15), κατά την οποία ιδιώτης εταίρος μπορεί ευλόγως να εισφέρει το αναγκαίο κεφάλαιο για την επιβίωση μιας επιχειρήσεως που αντιμετωπίζει παροδικές δυσχέρειες αλλά η οποία, ενδεχομένως μετά από αναδιάρθρωση, θα μπορούσε να ξαναβρεί την αποδοτικότητα της.
- 92 Η Επιτροπή προβάλλει, κατ' αρχάς, ότι δεν ισχυρίστηκε ότι ένας ιδιώτης επενδυτής δεν θα προέβαινε στην επένδυση στον τομέα των αερομεταφορών. Εξέτασε μάλλον το ζήτημα αν, ενόψει της οικονομικής καταστάσεως της Air France, ο ιδιώτης επενδυτής θα είχε επενδύσει 1,5 δισεκατομμύριο FF κατά τον χρόνο που το CDC-P έλαβε την απόφαση. Όμως, η έλλειψη κυρίως ενός αξιόπιστου προγράμματος αναδιαρθρώσεως είχε ως αποτέλεσμα στο ερώτημα αυτό να δοθεί αρνητική απάντηση.
- 93 Είναι ανακριβής ο ισχυρισμός ότι το CDC-P έλαβε την απόφαση να πραγματοποιήσει την επένδυση συνεκτιμώντας το πρόγραμμα αναδιαρθρώσεως CAP '93. Συγκεκριμένα, το πρόγραμμα αυτό είχε αντικατασταθεί, τον Οκτώβριο του 1992, από το πρόγραμμα PRE 1. Όπως προκύπτει από το έγγραφο των γαλλικών αρχών της 7ης Ιανουαρίου 1994, η επένδυση του CDC-P «εντάσσεται ακριβώς στο πλαίσιο ενός σημαντικού προγράμματος αναδιαρθρώσεως που υποβλήθηκε το φθινόπωρο του 1992 (πρόγραμμα επιστροφής στην ισορροπία)». Συναφώς, η Επιτροπή υπενθυμίζει ότι, με την προσβαλλόμενη απόφαση (ΕΕ, σ. 33 και 34), ανέλυσε λεπτομερώς το PRE 1 και το έκρινε ανεπαρκές για να αποκαταστήσει, έστω και μακροπρόθεσμα, την οικονομική βιωσιμότητα της Air France. Ενεργώντας κατ' αυτόν τον τρόπο, εξέτασε το PRE 1 όπως αυτό είχε υποβληθεί τον Οκτώβριο του 1992 και δεν το είχε αξιολογήσει με βάση τα γεγονότα τα οποία επήλθαν μετά την επίδικη απόφαση για την πραγματοποίηση της επενδύσεως.
- 94 Επιπλέον, κακώς η προσφεύγουσα ισχυρίζεται ότι μόνον οι λογαριασμοί της Air France της 30ής Σεπτεμβρίου 1992 ήσαν διαθέσιμοι κατά τον χρόνο που το

CDC-P έλαβε την απόφασή του να επενδύσει. Το μέγεθος των ζημιών που υπέστη η Air France κατά το 1992 είχε προβλεφθεί και εν μέρει προσδιοριστεί από τον Νοέμβριο του 1992. Συγκεκριμένα, ήδη στις 13 Οκτωβρίου, 7 Νοεμβρίου και 15 Δεκεμβρίου 1992, δημοσιογραφικά άρθρα ανέφεραν ότι ο πρόεδρος και ο γενικός διευθυντής της Air France είχαν ανακοινώσει ότι οι προβλέψεις για τις παγιωθείσες ζημιές κατά το έτος 1992 ήταν της τάξεως των 3 δισεκατομμυρίων FF. Η προοπτική ζημιών 3,2 δισεκατομμυρίων FF είχε μνημονευθεί ρητά σε ενημερωτικό δελτίο της Air France σχετικό με δάνειο τον Φεβρουάριο του 1993, δελτίο το οποίο είχε θεωρηθεί στις 25 Ιανουαρίου 1993 από την Commission des opérations de Bourse (επιτροπή χρηματιστηριακών πράξεων, στο εξής: COB). Θα ήταν αδιανόητο το CDC-P, το οποίο βρισκόταν σε διαπραγματεύσεις με την Air France από τον Νοέμβριο του 1992, να μη γνώριζε το στοιχείο αυτό και να αγνοούσε τη σοβαρή επιδείνωση που αυτό αντιπροσώπευε σε σχέση με τις προγενέστερες ζημιές.

95 Αντίθετα προς τους ισχυρισμούς της προσφεύγουσας, το άμεσο πλαίσιο της επίδικης επενδύσεως ουδόλως θα οδηγούσε επομένως στο να γίνει δεκτό ότι ένας ιδιώτης επενδυτής θα πραγματοποιούσε την επένδυση. Η σοβαρότητα της καταστάσεως της Air France ήταν γνωστή στην προσφεύγουσα. Η αύξηση κατά 11,2 % της επιβατικής κινήσεως που αναφέρει η Air France για τους έντεκα πρώτους μήνες του 1992 δεν αποτελούν κανένα δείκτη βελτιώσεως λόγω του ότι, κατά την ίδια περίοδο, τα έσοδα ανά μονάδα που σημείωσε η Air France μειώθηκαν κατά 8,1 %. Επιπροσθέτως, οι επιδόσεις της Air France το 1992 σε σχέση με τους ανταγωνιστές της ήταν σχετικά μέτριες: η αύξηση όσον αφορά τους μεταφερόμενους επιβάτες/χιλιόμετρα ήταν στην Air France 8,9 %, ενώ στην British Airways ήταν 15,4 %, στη Lufthansa 14 % και στην KLM 16,1 %, ενώ το μέσο ποσοστό βελτιώσεως το 1992 στον τομέα αυτό, για το σύνολο των εταιριών της ΑΕΑ, ανήλθε σε 13,3 %.

96 Κατά την άποψη της Επιτροπής ούτε οι μεσοπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες προοπτικές ήταν ικανές να παρακινήσουν τον ορθολογικώς πράττοντα ιδιώτη επενδυτή να επενδύσει στην Air France κατά τον χρόνο κατά τον οποίο το CDC-P έλαβε την απόφασή του. Η Επιτροπή θεωρεί ότι η μελέτη της εταιρίας Rothschild που επικαλείται η προσφεύγουσα δεν αναλύει ούτε τις συνέπειες της απελευθερώσεως των αερομεταφορών το 1997, ούτε την οικονομική κατάσταση της Air France και δεν εξετάζει τα προβλήματα που συναρτώνται με την παραγωγικότητά της. Όσον αφορά την έκθεση που συνέταξε η Lehman Brothers, η Επιτροπή υπογραμμίζει ότι η έκθεση χρονολογείται από τον μήνα Σεπτέμβριο του 1993, οπότε το περιεχόμενό της και τα συμπεράσματά της δεν ήταν γνωστά στο CDC-P κατά τον χρόνο που έλαβε την απόφασή του να επενδύσει. Εν πάση περιπτώσει, η εν λόγω έκθεση διαλαμβάνει, όσον αφορά την Air France, τα εξής: «until recently, lack of strategic vision and restrictive work practices have been at the heart of continual and heavy group losses» («μέχρι πρόσφατα, η έλλειψη στρατηγικής και οι περιοριστικές εργασιακές πρακτικές



αποτελούσαν την κύρια αιτία συνεχών και μεγάλων ζημιών για τον όμιλο»). Επίσης, η έκθεση συναρτά τη δυνατότητα της Air France να καταστεί μια από τις πλέον αποδοτικές ευρωπαϊκές εταιρίες προς την ικανότητά της να μειώσει σημαντικά το κόστος της. Αλλά το PRE 1, το οποίο ίσχυε κατά τον κρίσιμο χρόνο, δεν είχε προβλέψει κανένα πραγματικό μέτρο προς μείωση του κόστους της Air France.

— Εκτίμηση του Πρωτοδικείου

97 Η προσβαλλόμενη απόφαση εκθέτει λεπτομερώς την οικονομική κατάσταση της Air France, υπογραμμίζοντας ιδίως την πολύ μεγάλη επιδείνωση της χρηματοοικονομικής της δομής κατά τα τρία προηγούμενα της επίδικης επενδύσεως έτη. Με την απόφαση, η Επιτροπή παρατηρεί ότι η Air France έχει συσσωρεύσει συνεχείς ζημίες ανερχόμενες σε 717 εκατομμύρια FF το 1990, σε 685 εκατομμύρια FF το 1991 και σε 3,2 δισεκατομμύρια FF το 1992, αφού οι ζημίες έχουν έτσι τετραπλασιαστεί σε σχέση με το 1991 παρά την υιοθέτηση, το 1991, του προγράμματος αναδιαρθρώσεως CAP'93 και την εισφορά 5,84 δισεκατομμυρίων FF κατά το 1991 και 1992 (βλ. πιο πάνω, σκέψη 2). Θεωρεί εξάλλου ότι το νέο πρόγραμμα αναδιαρθρώσεως PRE 1, που υιοθετήθηκε τον Οκτώβριο του 1992, προδήλως δεν επέτρεπε την ανόρθωση, έστω και μακροπρόθεσμα, της δυσχερούς καταστάσεως της Air France.

98 Στο πλαίσιο αυτό, η Επιτροπή δεν ήταν υποχρεωμένη, ασκώντας την εξουσία εκτιμήσεως που απολαύει στον τομέα αυτόν, να μετριάσει το αρνητικό αποτέλεσμα στο οποίο κατέληξε λαμβάνοντας υπόψη κάποιες ενδείξεις και προοπτικές βελτιώσεως τις οποίες επικαλείται η προσφεύγουσα, δεδομένου ότι αυτές μπορούσαν να θεωρηθούν ως ασήμαντες σε σχέση με τη γενική οικονομική και χρηματοοικονομική κατάσταση της Air France. Συναφώς, αρκεί η παραπομπή στην απόφαση του Δικαστηρίου της 3ης Οκτωβρίου 1991, C-261/89, Ιταλία κατά Επιτροπής (Συλλογή 1991, σ. I-4437, σκέψη 14), με την οποία το Δικαστήριο, αντί να υποχρεώσει την Επιτροπή να προβεί σε λεπτομερή συμψηφισμό μεταξύ όλων των αρνητικών και θετικών στοιχείων, δέχθηκε, για την επιχείρηση Alumina, τη συνολική εκτίμηση κατά την οποία η ύπαρξη ενός θετικού αποτελέσματος, έστω και αν υποθεθεί ότι ήταν προβλέψιμο, δεν αρκούσε για να παρακινήσει έναν υποθετικό ιδιώτη επενδυτή να προβεί στην εν λόγω εισφορά κεφαλαίου, διότι ένα τέτοιο αποτέλεσμα είναι πολύ ανεπαρκές για να αντισταθμίσει το συντριπτικό βάρος του χρέους και τις σοβαρές ζημίες.

- 99 Χωρίς να αμφισβητεί την πραγματικότητα των προαναφερόμενων στοιχείων τα οποία δέχθηκε η Επιτροπή με την προσβαλλόμενη απόφαση, ωστόσο η προσφεύγουσα προβάλλει σειρά αιτιάσεων κατά των εκτιμήσεων της Επιτροπής.
- 100 Πρώτον, υποστηρίζει ότι, κατά τον χρόνο που έγινε η επίδικη επένδυση, οι οριστικοί λογαριασμοί για το οικονομικό έτος 1992, στους οποίους γίνεται λόγος για ζημία 3,2 δισεκατομμυρίων FF που υπέστη η προσφεύγουσα κατά το έτος αυτό, δεν είχαν δημοσιευθεί ακόμη ώστε, κατά την ημερομηνία αυτή, το CDC-P δεν μπορούσε ακόμη να γνωρίζει αυτό το αρνητικό στοιχείο.
- 101 Συναφώς, επιβάλλεται η υπόμνηση ότι άρθρα δημοσιευθέντα τον Οκτώβριο, Νοέμβριο και Δεκέμβριο του 1992 στις εφημερίδες *Le Figaro*, *Financial Times* και *Le Monde* ανέφεραν ότι ο όμιλος Air France ανέμενε ζημία μεγέθους 3 δισεκατομμυρίων FF για το οικονομικό έτος 1992. Εξάλλου, σε ενημερωτικό δελτίο δανείου που εξέδωσε η ίδια η Air France το οποίο, στις 25 Ιανουαρίου 1993, θεωρήθηκε από την COB, γίνεται λόγος για τις εξής μελλοντικές προοπτικές: «το παγιωμένο καθαρό αποτέλεσμα (μερίδιο του ομίλου) για το οικονομικό έτος 1992 εκτιμάται σήμερα ότι ανέρχεται σε ζημία 3,2 δισεκατομμυρίων FF». Επομένως, η Επιτροπή καλώς μπορούσε να θεωρήσει ότι ένας ορθολογικός πράττων ιδιώτης επενδυτής έπρεπε να γνωρίζει τα στοιχεία αυτά, πολλώ μάλλον που ο επενδυτής αυτός, το CDC-P, είχε αρχίσει διαπραγματεύσεις με την Air France από τον Νοέμβριο του 1992. Η αιτίαση που στρέφεται κατά του ότι η Επιτροπή έλαβε υπόψη τη σημειωθείσα κατά το 1992 ζημία των 3,2 δισεκατομμυρίων FF πρέπει επομένως να απορριφθεί.
- 102 Δεύτερον, η προσφεύγουσα προσάπτει στην Επιτροπή ότι αγνόησε τον θετικό χαρακτήρα των συσσωρευμένων στόχων του προγράμματος αναδιαρθρώσεως PRE 1 και του προγράμματος CAP'93 — το οποίο ίσχυε ακόμη τον Απρίλιο του 1993 — και ότι στήριξε την προσβαλλόμενη απόφαση σε περιστατικά μεταγενέστερα της ημερομηνίας λήψεως της αποφάσεως για την επένδυση, αφού η επιτυχία του προγράμματος PRE 1 προέκυψε στην πραγματικότητα από γεγονότα μεταγενέστερα της ημερομηνίας αυτής.
- 103 Συναφώς, επιβάλλεται η παρατήρηση ότι η προσβαλλόμενη απόφαση, αφού περιγράφει τα μέτρα που προβλέπονται με το πρόγραμμα PRE 1, καταλήγει

στο ότι αυτό έχει πολλά κενά και παρουσιάζει ορισμένες ελλείψεις. Έτσι, η Επιτροπή παρατηρεί ιδίως ότι, εκτός από τη δημιουργία ενός κόμβου στο αεροδρόμιο Charles-de-Gaulle του Roissy-en-France δεν είχε ληφθεί κανένα άλλο μέτρο για την αύξηση των εσόδων, το πρόγραμμα δεν ανέλυε την προβλεπόμενη εξέλιξη της αγοράς η οποία επρόκειτο να απελευθερωθεί, δεν προέβλεπε καμιά προσαρμογή της εμπορικής πολιτικής της Air France στην προσωρινή πλεονάζουσα ικανότητα στις αερομεταφορές, αλλά αντιθέτως συνέχιζε μια στρατηγική επενδύσεων, και δεν προέβλεπε ούτε άλλα μέτρα αναδιαρθρώσεως σε περίπτωση πρόσθετης επιδεινώσεως της οικονομικής καταστάσεως της εταιρίας. Στο πλαίσιο αυτό, στην προσβαλλόμενη απόφαση δεν έγινε μνεία ότι λήφθηκε υπόψη κανένα περιστατικό μεταγενέστερο του Φεβρουαρίου 1993. Ενόψει των εκτιμήσεων αυτών, η προσφεύγουσα περιορίζεται στο να υποστηρίξει ότι η απόφαση που έλαβε το CDC-P να επενδύσει εξαρτήθηκε ευρέως από την εφαρμογή του PRE 1, στο να παραφράζει τους στόχους που επιδιώκονταν με το πρόγραμμα αυτό και στο να απαριθμεί τα αναμενόμενα αποτελέσματα. Το Πρωτοδικείο εκτιμά ότι αυτός ο τρόπος προβολής των επιχειρημάτων δεν είναι ικανός να αποδείξει ότι η Επιτροπή προέβη σε προδήλως εσφαλμένη εκτίμηση επειδή έκρινε ότι το PRE 1 ήταν ανεπαρκές για να αποκαταστήσει, έστω και μακροπρόθεσμα, την οικονομική βιωσιμότητα και αποδοτικότητα της Air France.

104 Όσον αφορά την επίπτωση του προγράμματος CAP'93, παρατηρείται ότι, αφενός, κατά την προηγηθείσα της ασκήσεως της προσφυγής διαδικασία ενώπιον της διοικήσεως, οι γαλλικές αρχές δεν προέβησαν σε κανένα συσχετισμό μεταξύ της επίδικης εν προκειμένω επενδύσεως και του προγράμματος CAP'93. Αντιθέτως, με το από 7 Ιανουαρίου 1994 έγγραφο τους ανέφεραν ότι η επένδυση αυτή εντασσόταν αποκλειστικά στο πλαίσιο του προγράμματος PRE 1. Αφετέρου, το CAP'93, μαζί με μια εισφορά κεφαλαίου 5,84 δισεκατομμυρίων FF το 1991 και 1992, κατέληξε σε τετραπλασιασμό των ζημιών της Air France οι οποίες ανήλθαν σε 3,2 δισεκατομμύρια FF το 1992. Κατά συνέπεια, καλώς η Επιτροπή δεν έλαβε υπόψη με την προσβαλλόμενη απόφαση το πρόγραμμα CAP'93.

105 Τρίτον, η προσφεύγουσα υποστηρίζει ότι η Επιτροπή, εκτιμώντας ότι κανένας ορθολογικός πράττων ιδιώτης επενδυτής δεν θα πραγματοποιούσε την επίδικη επένδυση, έρχεται σε ευθεία αντίθεση με τις δικές της αισιόδοξες εκτιμήσεις όσον αφορά την εξέλιξη του κοινοτικού κλάδου πολιτικής αεροπορίας γενικά και της Air France ειδικότερα. Προσθέτει ότι αυτές τις αισιόδοξες εκτιμήσεις συμμερίζονται εξάλλου οι εμπειρογνώμονες του τραπεζικού τομέα.

- 106 Κατά το μέτρο που η προσφεύγουσα παραπέμπει έτσι στις αποφάσεις που η Επιτροπή είχε λάβει στις 20 Νοεμβρίου 1991 και 15 Ιουλίου 1992 (βλ., πιο πάνω, σκέψη 2), επιβάλλεται κατ' αρχάς η διαπίστωση ότι η προσφεύγουσα παραθέτει το κείμενο της ανακοινώσεως προς τον Τύπο σχετικά με τις αποφάσεις αυτές, το οποίο ερμηνεύει μια αποτίμηση πολύ περισσότερο αισιόδοξη ως προς τις προοπτικές του ομίλου Air France απ' ό,τι το κείμενο των ιδίων των αποφάσεων. Συγκεκριμένα, οι αποφάσεις αυτές περιορίζονται στο να θεωρήσουν ότι οι χρηματοοικονομικές συναλλαγές για τις οποίες γίνεται λόγος συμβιβάζονται προς την αρχή του ορθολογικώς πράττοντος ιδιώτη επενδυτή, επειδή οι προοπτικές μακροπρόθεσμης αποδόσεως της επενδύσεως υπερέχουν, «με βάση τα διαθέσιμα στοιχεία», των βραχυπρόθεσμων δυσχερειών που προκύπτουν από τη «σημερινή χρηματοοικονομική δομή» του ομίλου Air France. Επιπλέον, με την απόφαση της 20ής Νοεμβρίου 1991 η Επιτροπή «διατυπώνει ρητή επιφύλαξη όσον αφορά τις νέες αυξήσεις κεφαλαίου της Air France το 1992 και 1993» και ότι η απόφασή της επί των συναλλαγών αυτών θα εξαρτηθεί από την «εκ νέου εκτίμηση της οικονομικής και χρηματοοικονομικής καταστάσεως της επιχειρήσεως, την εφαρμογή της προγραμματικής συμβάσεως» κ.λπ.
- 107 Αποδεικνύεται επομένως ότι η ίδια η Επιτροπή περιόρισε χρονικά την ισχύ της εκτιμήσεώς της ως προς τις προοπτικές του ομίλου Air France, πράγμα που αποκλείει ήδη τη μεταγενέστερη αντίθεση προς την εκτίμηση που έγινε με την προσβαλλόμενη απόφαση. Επιπλέον, μολονότι με τις αποφάσεις του 1991 και του 1992 είχε επιτραπεί η εισφορά κεφαλαίου 5,84 δισεκατομμυρίων FF, με τις αποφάσεις αυτές λήφθηκε επίσης υπόψη το πρόγραμμα αναδιαρθρώσεως CAP'93 το οποίο μόλις είχε αρχίσει να εφαρμόζεται και στο οποίο η Επιτροπή προφανώς δεν είχε τότε τίποτε να προσάψει. Όπως διαπιστώθηκε πιο πάνω, μόλις στις αρχές του 1993 ένας ορθολογικώς πράττων ιδιώτης επενδυτής θα συνειδητοποιούσε ότι, παρά το CAP'93 και τα 5,84 δισεκατομμύρια FF που είχαν εισφερθεί, οι ζημιές της Air France θα τετραπλασιάζονταν και το συνακόλουθο πρόγραμμα αναδιαρθρώσεως (PRE 1) δεν θα επαρκούσε. Κατόπιν της διαπιστώσεως αυτής, η Επιτροπή μπορούσε να θεωρήσει, με την προσβαλλόμενη απόφαση, ότι οι μεσοπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες προοπτικές του ομίλου Air France ήταν άσχημες, χωρίς να έρχεται σε αντίθεση προς τις δύο προγενέστερες αποφάσεις.
- 108 Όσον αφορά τις προαναφερθείσες αποφάσεις 94/118, της 21ης Δεκεμβρίου 1993 (Aer Lingus), και 94/653, της 27ης Ιουλίου 1974 (Air France), η Επιτροπή έκρινε με αυτές, όπως και με την προσβαλλόμενη απόφαση, ότι η οικονομική και χρηματοοικονομική κατάσταση των ενδιαφερομένων επιχειρήσεων ήταν τέτοια ώστε κανένας ορθολογικώς πράττων ιδιώτης επενδυτής δεν θα πραγματοποιούσε τις επικρινόμενες οικονομικές συναλλαγές. Οι τελευταίες αυτές συναλλαγές, επομένως, όπως και οι αποτελούσες αντικείμενο της παρούσας υποθέσεως, είχαν χαρακτηριστεί κρατικές ενισχύσεις. Κατ' εφαρμογή των κατά παρέκκλιση διατάξεων του άρθρου 92, παράγραφος 3, στοιχείο γ', της

Συνθήκης η Επιτροπή, αφενός, δέχθηκε την ύπαρξη των δύο αξιόπιστων προγραμμάτων αναδιαρθρώσεως και, αφετέρου, έκρινε ότι οι σχεδιαζόμενες κρατικές ενισχύσεις δικαιολογούνταν από την κατάσταση της κοινοτικής πολιτικής αεροπορίας, της οποίας οι μεσοπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες προοπτικές ήσαν θετικές. Κατά συνέπεια, δεν υπήρξαν αντιφάσεις στην εφαρμογή του κριτηρίου του ορθολογικώς πράττοντος ιδιώτη επενδυτή.

- 109 Όσον αφορά τις θετικές εκτιμήσεις στις οποίες προέβη η χρηματιστική εταιρία Edmond de Rothschild Banque και η τράπεζα επιχειρηματικής πίστωσης Lehman Brothers, αυτές αφορούσαν τον καθαυτό αεροναυτικό τομέα και τις δυνατότητες αναπτύξεως της Air France. Όμως, εφόσον η Air France δεν είχε υποβάλει πειστικό πρόγραμμα αναδιαρθρώσεως — αυτό δεν συνέβαινε στις αρχές του 1993 (βλ., πιο πάνω, σκέψη 103) —, η Επιτροπή καλώς μπορούσε να θεωρεί ότι η Air France δεν θα είχε τη δυνατότητα να επωφεληθεί ούτε από το ενδεχόμενο δυναμικό αναπτύξεώς της ούτε από τη θετική εξέλιξη του κλάδου της κοινοτικής πολιτικής αεροπορίας.
- 110 Από τα προεκτεθέντα προκύπτει ότι το επιχείρημα που αντλείται από την εσφαλμένη ανάλυση του πλαισίου της αποφάσεως περί επενδύσεως πρέπει να απορριφθεί.

Ως προς το επιχείρημα που αντλείται από την πρόδηλη πλάνη στην εφαρμογή της αρχής του ορθολογικώς πράττοντος ιδιώτη επενδυτή ενόψει των χαρακτηριστικών των εκδοθέντων τίτλων

— Επιχειρήματα των διαδίκων

- 111 Η προσφεύγουσα θεωρεί ότι οι επίδικες εκδόσεις συνιστούν συναλλαγές αγοράς πραγματοποιηθείσες υπό τους όρους της αγοράς και προσάπτει στην Επιτροπή ότι, πρώτον, με την προσβαλλόμενη απόφαση αγνόησε το γεγονός ότι η επίδικη επένδυση είχε πραγματοποιηθεί με δημόσια πρόσκληση στην αποταμίευση και όχι μόνο δεν προοριζόταν αποκλειστικά για το CDC-P αλλά ήταν ανοιχτή σε κάθε ενδιαφερόμενο επενδυτή. Αυτή η δημόσια πρόσκληση στην αποταμίευση συνεπαγόταν ότι, βάσει των εθνικών διατάξεων που έχουν εφαρμογή, έπρεπε το ενημερωτικό δελτίο για τις σχεδιαζόμενες εκδόσεις να

υποβληθεί σε προηγούμενο έλεγχο της COB. Επειδή όμως η τελευταία είχε θεωρήσει το ενημερωτικό δελτίο που εκδόθηκε για το δάνειο του Απριλίου 1993, είναι σαφές ότι έκρινε ότι το επενδυτικό πρόγραμμα δεν συνεπαγόταν ανυπερβλήτους κινδύνους για τους επενδυτές. Η COB δεν έκανε καν χρήση της δυνατότητας που της επιφυλάσσουν οι ισχύουσες εθνικές διατάξεις, δηλαδή να διατυπώσει μια προειδοποίηση και να ζητήσει να περιληφθεί στο ενημερωτικό δελτίο.

112 Η προσφεύγουσα, αναφερόμενη στα καθήκοντα που ανατίθενται στην COB, προβάλλει ότι, ακόμη και αν ο έλεγχος του αν οι κίνδυνοι συμβιβάζονται προς το συμφέρον των επενδυτών δεν σημαίνει συστηματικά έλεγχο σκοπιμότητας της σχεδιαζόμενης συναλλαγής, η COB δεν διστάζει, στην πράξη, να αρνηθεί τη θεώρησή της σε συναλλαγές οι οποίες παρουσιάζουν πολλούς κινδύνους. Η COB μπορούσε να αρνηθεί να χορηγήσει θεώρηση στις επίδικες εκδόσεις ή να παρεμβάλει προειδοποίηση επισύροντας την προσοχή των επενδυτών για τους κινδύνους που διέτρεχαν αν είχε κρίνει ότι η εγγραφή συνεπαγόταν κινδύνους ασυμβίβαστους προς τα συμφέροντα των αποταμιευτών. Κατά συνέπεια, η Επιτροπή δεν μπορούσε να συναγάγει, εκτός αν αμφισβητούσε τη θεώρηση της COB την οποία ούτε καν επικαλέστηκε με την προβαλλόμενη απόφαση, ότι οι προοπτικές αποδοτικότητας της επενδύσεως του CDC-P ήταν τέτοιες ώστε ο ιδιώτης επενδυτής δεν θα προέβαινε στην εγγραφή.

113 Δεύτερον, η προσφεύγουσα αμφισβητεί τη θέση της Επιτροπής όσον αφορά τον ασυνήθη χαρακτήρα, στις χρηματοπιστηριακές αγορές, των τίτλων που έχει εκδώσει η Air France και αναλάβει το CDC-P. Συγκεκριμένα, οι μεγαλύτερες γαλλικές επιχειρήσεις προέβησαν σε παρόμοιες εκδόσεις, για παράδειγμα, κατά τη διάρκεια των ετών 1990 και 1991. Οι επίδικοι τίτλοι ORA και TSIP-BSA προσφέρονται από τη φύση τους προς επένδυση καθόσον, πρωτίστως, διασφαλίζουν στους επενδυτές βέβαιη αμοιβή βραχυπρόθεσμα και μεσοπρόθεσμα και, εν συνεχεία, τους παρέχουν τη δυνατότητα να ελπίζουν σε μια σημαντική μακροπρόθεσμη «επενέργεια μοχλού», παρέχοντας πρόσβαση στο κεφάλαιο της Air France. Εν πάση περιπτώσει, η Επιτροπή δεν απέδειξε ότι τα χαρακτηριστικά των εκδοθέντων τίτλων δεν είναι κανονικά γι' αυτόν τον τύπο προϊόντων. Έτσι, αντίθετα από την περίπτωση ενός δανείου που χορηγείται με επιτόκιο χαμηλότερο από εκείνο της αγοράς, όπου το στοιχείο της ενισχύσεως αποτελείται από τη διαφορά μεταξύ του κανονικού και του εξαιρετικού επιτοκίου, η επίδικη εν προκειμένω επένδυση δεν περιείχε κανένα στοιχείο ενισχύσεως.

114 Στο υπόμνημα απαντήσεως (παράγραφοι 103 έως 107), η προσφεύγουσα αναφέρει, στο πλαίσιο αποτιμήσεως των επιδίκων TSIP, ότι η Air France εξέδωσε τον Φεβρουάριο και τον Ιούνιο του 1993 δύο ομολογιακά δάνεια 1,5 δισεκατομμυρίου FF έκαστο, τα οποία είχε τοποθετήσει η τράπεζα Crédit Lyonnais. Η προσφεύγουσα προσθέτει ότι η αμοιβή που προσφέρεται για τους TSIP μετά το έτος 2000, συγκρινόμενη με τους τόκους που αποφέρουν κατά την ίδια περίοδο οι TSIP τους οποίους εξέδωσαν την ίδια εποχή οι τράπεζες Crédit Lyonnais, CIC και La Henin, βρισκόταν εντός της «ψαλίδας της αγοράς». Τέλος, προβαίνει στη σύγκριση των όρων εκδόσεων των επιδίκων TSIP-BSA με εκείνους των εκδόσεων ομολογιών συνοδευομένων από πιστοποιητικό που παρέχει δικαίωμα αναλήψεως μετοχών (OBSA), τις οποίες θεωρεί ότι πρόκειται για χρηματοοικονομικό προϊόν με χαρακτηριστικά που προσεγγίζουν εκείνα των TSIP-BSA, καθώς και στη σύγκριση κατ' αναλογία με τις εκδόσεις μετατρέψιμων ομολογιών (OC) που πραγματοποιήθηκαν από το 1990.

115 Εξάλλου, παρατηρεί ότι οι κάτοχοι των ORA και TSIP-BSA πρόκειται να καταστούν μέτοχοι μετά την αμειβόμενη περίοδο αναμονής, οπότε η απόφαση εγγραφής γι' αυτόν τον τύπο προϊόντων εξηγείται από την καταβαλλόμενη αμοιβή κατά την περίοδο του δανείου, καθώς και από την ελπίδα κέρδους με τη ρευστοποίηση της σημαντικής υπεραξίας επί των μετοχών κατά τη στιγμή μετατροπής των ομολογιών σε μετοχές. Η ανάλυση της Επιτροπής, η οποία στηρίζεται μόνο στη χρηματοοικονομική κατάσταση της Air France κατά τα έτη 1992 και 1993, δεν ασκεί επομένως επιρροή από χρηματοοικονομική άποψη· οποιαδήποτε εκτίμηση της αποδοτικότητας της επενδύσεως προϋπέθετε ανάλυση της εξελίξεως της χρηματοοικονομικής καταστάσεως της Air France έως το 2000. Τα πιστοποιητικά BSA που προσαρτώνται στους TSIP επιτρέπουν στους κατόχους τους να αναλάβουν νέες μετοχές της Air France, στην τιμή των 517 FF ανά μετοχή, ενώ η εκτιμηθείσα αξία μιας τέτοιας μετοχής ανερχόταν τότε σε 849 FF «στον ορίζοντα 2000», όπως προκύπτει από έγγραφο της Air France της 19ης Φεβρουαρίου 1993. Ο ισχυρισμός που περιλαμβάνεται στην προσβαλλόμενη απόφαση, ότι τα πιστοποιητικά BSA είναι χωρίς αξία αφού οι υποκείμενες μετοχές δεν έχουν αξία κατά την προβλεπόμενη ημερομηνία εγγραφής τους, είναι επομένως αυθαίρετος.

116 Όσον αφορά ειδικότερα τις ORA, η προσφεύγουσα υπενθυμίζει ότι η σύμβαση εκδόσεως περιλαμβάνει ρήτρα πρόωρης εξοφλήσεως των τίτλων κατά τη βούληση της Air France από 1ης Ιανουαρίου 2000. Επομένως, το CDC-P βασιμώς θεώρησε ότι ο μηχανισμός του αυξανόμενου μεταβλητού επιτοκίου από το οικονομικό έτος 2000 παρότρυνε την Air France να προβεί στην πρόωρη εξόφληση των TSIP την 1η Ιανουαρίου 2000. Αυτός ο μηχανισμός κινήτρων για την πρόωρη εξόφληση θα οδηγούσε τον ορθολογικώς πράτ-

τοντα επενδυτή, όπως είναι το CDC-P, να θεωρήσει τους εκδοθέντες TSIP ως κλασικές ομολογίες λήγουσες την 1η Ιανουαρίου 2000 για τις οποίες καταβάλλονται τόκοι με σταθερό και προοδευτικό επιτόκιο κυμαινόμενο από 5,5 έως 8,5 % και για τις οποίες ο αναλογιστικός συντελεστής αποδόσεως υπολογίζεται σε 7 %.

117 Κατά την προφορική διαδικασία, η προσφεύγουσα διευκρίνισε την τελευταία αυτή αιτίαση. Κατ' αυτήν, η Επιτροπή διέπραξε δύο θεμελιώδη σφάλματα εκτιμήσεως. Αφενός, αφού χαρακτήρισε τις ORA ως συμμετοχική επένδυση και αύξηση κεφαλαίου υπό αναστολή, έκρινε ότι «ανάλογο σκεπτικό ισχύει για τους TSIP-BSA» (προσβαλλόμενη απόφαση, ΕΕ, σ. 32). Ενεργώντας κατ' αυτόν τον τρόπο, η Επιτροπή έχει μεταβάλει τη φύση των TSIP και τους έχει μετατρέψει σε μετοχικούς τίτλους, μολονότι οι TSIP είναι ουσιαστικά ομολογιακό προϊόν που αποφέρει τόκους και το οποίο, με αποκλειστική επιλογή του επενδυτή, μπορεί ενδεχομένως να δώσει πρόσβαση στο κεφάλαιο της Air France. Αφετέρου, ισχυριζόμενη (ΕΕ, σ. 32 επίσης) σχετικά με τους ίδιους TSIP-BSA ότι «ο κύριος του τίτλου έχει τη δυνατότητα να μην ασκήσει το δικαίωμα αποκτήσεως μετοχών αλλά να αποφασίσει ενδεχομένως να εξακολουθήσει να εισπράττει τόκους και μετά την 1η Ιανουαρίου 2000, μέχρις ότου η επιχείρηση αποφασίσει να εξοφλήσει τους τίτλους», η Επιτροπή αφήνει να εννοηθεί ότι η παραίτηση από τη μετατροπή των BSA σε μετοχές συνεπάγεται το δικαίωμα, για τον εγγραφόμενο, να συνεχίσει να εισπράττει τόκους μετά την 1η Ιανουαρίου 2000. Όμως, πρόκειται για δύο εντελώς διαφορετικά ζητήματα, αφού τα BSA είναι ανεξάρτητα από τους TSIP και μπορούν ως τέτοια να εκχωρηθούν.

118 Τέλος, η προσφεύγουσα αναφέρει το δυναμικό της υπεραξίας που μπορούσε να προσδοκείται από τη μελλοντική ιδιωτικοποίηση της Air France. Η επιτυχία της ιδιωτικοποίησης της British Airways, αλλά και η προοπτική, στο τέλος του 1992, μιας αλλαγής της κοινοβουλευτικής πλειοψηφίας στη Γαλλία τον Απρίλιο του 1993, θα μπορούσε να προοιωνίζεται μια τέτοια εξέλιξη. Αυτή η προοπτική μελλοντικής ιδιωτικοποίησης είχε συζητηθεί κατά τον χρόνο πραγματοποίησης της επενδύσεως, όπως μαρτυρούν οι δηλώσεις των εκπροσώπων της μελλοντικής κυβερνητικής πλειοψηφίας. Επομένως, το CDC-P θεμιτώς μπορούσε να ελπίζει, στο τέλος του 1992 και στις αρχές του 1993 — δηλαδή, μερικούς μήνες πριν από τις γαλλικές βουλευτικές εκλογές για το αποτέλεσμα των οποίων δεν υπήρχε τότε καμιά αμφιβολία —, στη μελλοντική ιδιωτικοποίηση της Air France που θα είχε ως αποτέλεσμα την αύξηση επί προθεσμία της ρευστότητας των μετοχών Air France των οποίων θα γινόταν κύριος χάρη στους επίδικους τίτλους.



- 119 Όσον αφορά τον χαρακτήρα των τίτλων που είχε εκδώσει η Air France και αναλάβει το CDC-P, η Επιτροπή υπενθυμίζει ότι είχε προβεί σε εμπειριστατωμένη εξέταση των χαρακτηριστικών τους (προσβαλλόμενη απόφαση, ΕΕ, σ. 28 έως 29 και 32).
- 120 Προσθέτει ότι ο εξαιρετικός χαρακτήρας των ORA επιβεβαιώνεται από το γεγονός ότι, το 1993, η Air France ήταν η μόνη επιχείρηση-εκδότρια απλών ORA και η έκδοσή τους αντιπροσωπεύει 70 % του συνολικού όγκου όλων ανεξαιρέτως των τύπων ORA που εκδόθηκαν στη Γαλλία. Στις δύο άλλες εκδόσεις ORA το 1993 είχαν προσαρτηθεί τα BSA· οι εκδότριες εταιρίες ήσαν εισηγμένες στο χρηματιστήριο. Οι ORA της Air France ήσαν οι μόνες οι οποίες εκδόθηκαν εκτός της επίσημης αγοράς· ελλείπει καθορισμού τιμής στο χρηματιστήριο και δευτερογενούς αγοράς, αυτές οι ORA ήσαν ελάχιστα ρευστοποιήσιμες, πολλώ μάλλον που ήσαν ονομαστικές. Εξάλλου, σε περίπτωση διαλύσεως της επιχείρησής, οι κάτοχοι των τίτλων αυτών θα εξοφλούνταν όπως και οι μέτοχοι, μετά από όλους τους άλλους πιστωτές.
- 121 Όσον αφορά τους TSIP-BSA, η Επιτροπή υπογραμμίζει ότι, το 1993, η Air France ήταν η μόνη εταιρία η οποία εξέδωσε αυτόν τον τύπο τίτλων, του οποίου ο ασυνήθης χαρακτήρας αποδεικνύεται από το γεγονός ότι μια μόνον έκδοση TSIP πραγματοποιήθηκε το 1992 και καμιά το 1991. Προσθέτει ότι οι TSIP-BSA είναι ελάχιστα ρευστοποιήσιμοι όπως και οι ORA. Εφόσον καμιά έκδοση TSIP εκτός εκείνης της Air France δεν πραγματοποιήθηκε το 1993, οι συγκρίσεις στις οποίες προέβη η προσφεύγουσα με τις εκδόσεις TSIP άλλων εταιριών είναι αλυσιτελείς. Εν πάση περιπτώσει, οι άλλοι TSIP είναι πολύ διαφορετικοί από αυτούς που εξέδωσε η Air France. Με την ανταπάντησή της, η Επιτροπή δεν λαμβάνει θέση επί των λεπτομερειών της επιχειρηματολογίας που αναπτύχθηκε με το υπόμνημα απαντήσεως, σχετικά με την αποτίμηση των επίδικων TSIP-BSA, καθώς και της συγκρίσεώς τους με τους TSIP που εξέδωσαν άλλες εταιρίες ή με άλλους τύπους εκδοθέντων τίτλων.
- 122 Η Επιτροπή θεωρεί ότι η πρόσβαση στο κεφάλαιο της Air France — προθεσμιακή για τους κατόχους των ORA, ενδεχόμενη για τους κατόχους των TSIP-BSA — δεν επιτρέπει να αναμένεται μακροπρόθεσμα σημαντική «επενέργεια μοχλού», που να εκφράζεται σε ενδεχόμενη υπεραξία. Η ίδια η προσφεύγουσα αναγνώρισε, στο εισαγωγικό της δίκης έγγραφο, ότι ήταν δύσκολο να προβλεφθεί τον Μάρτιο του 1993 η αξία των μετοχών Air France το 2000 και η σπουδαιότητα της ενδεχόμενης υπεραξίας· ωστόσο, έναν μήνα προηγουμένως, η εκτιμηθείσα αξία της μετοχής κατά την ημερομηνία αυτή είχε υπολογιστεί με ακρίβεια σε 849 FF. Η Επιτροπή παρατηρεί ότι, τον Δεκέμβριο του

1994, η τιμή της μετοχής Air France ορίστηκε σε 78 FF με απόφαση του Υπουργού Εθνικής Οικονομίας και Οικονομικών σύμφωνα με τη γνώμη που διατύπωσε η επιτροπή ιδιωτικοποίησης.

123 Ο ασυνήθης χαρακτήρας της επίδικης αναλήψεως επιβεβαιώνεται από το γεγονός ότι, παρά τον φερόμενο ελκυστικό χαρακτήρα των οικειών εκδόσεων, μόνο το CDC-P εξέφρασε ένα πραγματικό ενδιαφέρον γι' αυτές καθόσον έχει αναλάβει, αυτό μόνον, 99,9 % των TSIP-BSA και 99,7 των ORA, ενώ κατείχε μόλις το 0,53 % του κεφαλαίου της Air France. Η Επιτροπή συνάγει ότι η χρηματοοικονομική κατάσταση της Air France, ιδίως το μέγεθος των ζημιών που πραγματοποίησε και το ύψος του χρέους, καθώς και οι εγγενείς αδυναμίες του PRE I και οι ανεπάρκειες του τελευταίου να ανορθώσει την κατάσταση αυτή, έθεταν την Air France σε αδυναμία να αποκτήσει τα εν λόγω ποσά στις κεφαλαιαγορές και, επομένως, ένας ιδιώτης επενδυτής δεν θα επένδυε στην Air France τόσο σημαντικά ποσά.

124 Η Επιτροπή θεωρεί ότι η χορήγηση θεωρήσεως από την COB δεν συνιστά επικύρωση, υπό όλες τις απόψεις, της επίδικης εκδόσεως. Η θεώρηση αυτή επιβεβαίωσε απλώς ότι η πληροφόρηση που παρέχεται στους εν δυνάμει επενδυτές ήταν επαρκής ώστε αυτοί να είναι σε θέση να λάβουν την απόφασή τους με πλήρη επίγνωση. Η εν λόγω θεώρηση δεν συνεπαγόταν καμιά εκτίμηση ως προς τη σκοπιμότητα των σχεδιαζομένων συναλλαγών ή τη νομιμότητα των λεπτομερειών τους· η θεώρηση χορηγείται όταν η COB εγκρίνει την τυπική νομιμότητα της συναλλαγής.

125 Κατά το μέτρο που η προσφεύγουσα προσάπτει στην Επιτροπή ότι αλλοίωσε τη φύση των TSIP-BSA, η Επιτροπή δήλωσε κατά την προφορική διαδικασία ότι, γι' αυτήν, το ουσιώδες δεν ήταν τόσο τα τεχνικά ή ειδικά χαρακτηριστικά των ORA, αφενός, και των TSIP-BSA, αφετέρου, αλλά ιδίως η κατ' αρχήν επένδυση στην Air France. Εξάλλου, δεν διέπραξε πρόδηλο σφάλμα εκτίμησης όταν προσδιόρισε το κύριο χαρακτηριστικό των TSIP-BSA, δηλαδή την προαιρετική μετατροπή, σε σχέση με την υποχρεωτική μετατροπή των ORA κατά τη λήξη τους. Τέλος, στο ενημερωτικό δελτίο σχετικά με τις επίδικες εκδόσεις, η ίδια η Air France ανέφερε ότι τόσο η έκδοση των ORA όσο και των TSIP-BSA απέβλεπε στη μελλοντική ενίσχυση των ιδίων της κεφαλαίων.

## — Εκτίμηση του Πρωτοδικείου

- 126 Όσον αφορά, πρώτον, την ενδεχόμενη επίπτωση της θεωρήσεως εκ μέρους της COB του ενημερωτικού δελτίου για τις επίδικες εκδόσεις, από τον φάκελο (υπόμνημα απαντήσεως, παράγραφος 115) προκύπτει ότι η προσφεύγουσα δεν ισχυρίστηκε ότι η COB, στην προκειμένη περίπτωση, είχε ελέγξει όντως αν ήταν πρόσφορο για έναν ορθολογικώς πράττοντα ιδιώτη επενδυτή να πραγματοποιήσει ή όχι την επίδικη χρηματοοικονομική συναλλαγή· αντιθέτως, η προσφεύγουσα δέχθηκε ότι ένας τέτοιος συστηματικός έλεγχος εκ μέρους της COB δεν είχε γίνει.
- 127 Συναφώς, επιβάλλεται η διαπίστωση ότι, με τη χρησιμοποιηθείσα διατύπωση, η COB δηλώνει απλώς ότι έχει επιθέσει «κατ' εφαρμογή των άρθρων 6 και 7 της πράξεως νομοθετικού περιεχομένου 67-833, της 28ης Σεπτεμβρίου 1967 (...) τη θεώρησή της αριθ. 93-138, της 25ης Μαρτίου 1993, στο παρόν ενημερωτικό δελτίο». Κατ' αυτόν τον τρόπο προκύπτει όντως ότι η COB δεν διατύπωσε αιτιολογημένη γνώμη περιλαμβάνουσα οικονομικές και χρηματοοικονομικές εκτιμήσεις αντίθετες προς εκείνες της προσβαλλόμενης αποφάσεως, τις οποίες η Επιτροπή μπορούσε, ενδεχομένως, να λάβει υπόψη.
- 128 Δεύτερον, όσον αφορά τις αιτιάσεις που αντλούνται από την εκ μέρους της Επιτροπής εσφαλμένη εκτίμηση της αξίας και των χαρακτηριστικών των εκδοθέντων τίτλων, επιβάλλεται να εξεταστεί, πρώτον, αν η Επιτροπή προέβη σε εσφαλμένη εξομοίωση των TSIP-BSA προς τις ORA.
- 129 Το αντίστοιχο απόσπασμα της προσβαλλόμενης αποφάσεως (ΕΕ, σ. 32) έχει ως εξής:

«Η αγορά ORA εκ μέρους του CDC-P είναι δυνατό να συγκριθεί με επένδυση σε μετοχές, η οποία αποσκοπεί στην ενίσχυση των ιδίων κεφαλαίων της Air France. Οι ORA είναι ομολογίες υποχρεωτικά μετατρέψιμες σε μετοχές, και η έκδοσή τους από χρηματοοικονομική άποψη, αποτελεί αύξηση κεφαλαίου υπό αναστολή. Στην περίπτωση των ORA, η απόδοση της επένδυσης εξαρτάται, όπως αναλύεται ανωτέρω, από τις οικονομικές επιδόσεις της εταιρίας και

από την αξία των μετοχών της κατά τον χρόνο μετατροπής. Ανάλογο σκεπτικό ισχύει για τους TSIP-BSA. Οι TSIP-BSA δεν είναι υποχρεωτικά μετατρέψιμοι σε μετοχές (...).»

- 130 Για την αντικειμενική ερμηνεία της εξομοίωσης αυτών των δύο τύπων τίτλων [«ανάλογο σκεπτικό ισχύει (...)»], το απόσπασμα αυτό πρέπει να τοποθετηθεί στο πλαίσιο της γενικότερης αιτιολογίας που αφιερώνεται στους εκδοθέντες τίτλους. Συναφώς, τα ουσιώδη χαρακτηριστικά των τίτλων αυτών περιγράφονται ορθά στην προσβαλλόμενη απόφαση (ΕΕ, σ. 28 και 29), εξάλλου δε η προσφεύγουσα ουδέποτε αμφισβήτησε αυτήν την ίδια την περιγραφή. Επομένως, δεν μπορεί να γίνεται λόγος για την εκ μέρους της Επιτροπής σύγχυση, αφενός, των μηχανισμών λειτουργίας των ORA και, αφετέρου, των TSIP-BSA.
- 131 Όσον αφορά την οικονομική εκτίμηση των εκδοθέντων τίτλων, ο χαρακτηρισμός ως «επενδύσεως σε μετοχές» και «αυξήσεως του κεφαλαίου υπό αναστολή», ο οποίος είναι αναμφισβήτητα ορθός για τις ORA καθόσον υποχρεωτικά εξοφλούνται σε μετοχές, ισχύει επίσης για τους BSA, υπό την επιφύλαξη — την οποία τονίζει η ίδια η Επιτροπή — ότι η μετατροπή τους σε μετοχές είναι μόνον προαιρετική.
- 132 Όσον αφορά τους TSIP, μολονότι είναι ακριβές ότι αποφέρουν μόνο τόκους χωρίς να παρέχουν δικαίωμα μετατροπής σε μετοχές, είναι επίσης αληθές ότι μπορούν να εξοφληθούν μόνο σε περίπτωση εκκαθαρίσεως ή διαλύσεως της Air France· συγκεκριμένα, κατά την κρίσιμη ημερομηνία, δηλαδή στις αρχές του 1993, οποιαδήποτε πρόωγη εξόφληση από την Air France έπρεπε να θεωρείται απραγματοποίητη κατά την κρίση ενός ορθολογικώς πράττοντος ιδιώτη επενδυτή, λόγω των υφισταμένων ζημιών και της ελλείψεως ενός αξιόπιστου προγράμματος αναδιαρθρώσεως. Κατά συνέπεια, η Επιτροπή μπορούσε να θεωρήσει ότι οι TSIP είχαν «αόριστη διάρκεια» (ΕΕ, σ. 28), χωρίς να διαπράξει πρόδηλη πλάνη εκτιμήσεως.
- 133 Εξάλλου, το ενημερωτικό δελτίο της Air France σχετικά με τις επίδικες εκδόσεις (παράρτημα 2 του εισαγωγικού της δίκης εγγράφου) αναφέρει ρητώς στο

κεφάλαιο II, στοιχείο Β, 2.1.7, ότι η έκδοση των TSIP-BSA «αποβλέπει στη μελλοντική ενίσχυση των ίδιων κεφαλαίων της εταιρίας». Άλλωστε, η προσφεύγουσα επανέλαβε την τελευταία αυτή άποψη κατά την έγγραφη διαδικασία (εισαγωγικό της δίκης έγγραφο, παράγραφος 24, στοιχείο α') υπογραμμίζοντας ότι «αντίθετα από τα άλλα προϊόντα, όπως τα κλασικά ομολογιακά δάνεια (...), οι TSIP-BSA έχουν ως σκοπό να καταστήσουν τους κατόχους αυτών μετόχους μετά μια αμειβόμενη περίοδο αναμονής». Επομένως, η Επιτροπή δεν διέπραξε πρόδηλο σφάλμα εκτιμήσεως εξομοιώντας, σε ορισμένο βαθμό, τους TSIP-BSA προς τις ORA.

134 Εν πάση περιπτώσει, η Επιτροπή μπορούσε να θεωρήσει ότι, ενόψει της οικονομικής καταστάσεως της Air France η οποία εξακολούθουσε να επιδεινώνεται και της ελλείψεως ενός αξιόπιστου προγράμματος αναδιαρθρώσεως, ο ορθολογικώς πράττων ιδιώτης επενδυτής δεν θα προέβαινε στις αρχές του 1993 στην ανάληψη του συνόλου σχεδόν των ORA και των TSIP-BSA που εξέδωσε η Air France, όπως έπραξε το CDC-P και, κατ' επέκταση, το Ταμείο. Συγκεκριμένα, δεν υπάρχουν καθόλου προοπτικές εξοφλήσεως εκ μέρους της Air France των επενδυμένων κεφαλαίων, σε μετοχές ή με απόδοση των εισφερόμενων κεφαλαίων. Επομένως, δεν αποδεικνύεται ότι η Επιτροπή διέπραξε πρόδηλο σφάλμα εκτιμήσεως συνάγοντας ότι η αξία των μελλοντικών μετοχών για τις οποίες παρείχαν δικαίωμα οι ORA και τα BSA ήταν ασήμαντη και υπογραμμίζοντας ότι οι TSIP εμφάνιζαν τα πρόσθετα μειονεκτήματα ότι θα μπορούσαν να εξοφληθούν μόνο μετά όλες τις άλλες πιστώσεις, πλην των ORA σε περίπτωση διαλύσεως ή εκκαθαρίσεως της Air France, και ότι υπήρχε ο κίνδυνος μη καταβολής των τόκων του έτους κατά το οποίο η Air France θα σημείωνε παγιομένη ζημία υπερβαίνουσα το 30 % του κεφαλαίου της. Είναι εξάλλου σημαντικό το ότι καμιά από τις τρεις ιδιωτικές τράπεζες που όντως είχαν συμμετάσχει στην επίδικη επένδυση δεν θέλησε να αναλάβει τους TSIP.

135 Επομένως, αφού η Επιτροπή, κατ' εφαρμογή της διακριτικής της εξουσίας εκτιμήσεως, αποδοκίμασε την επίδικη επένδυση στο σύνολό της, δεν ήταν υποχρεωμένη να απομονώσει το στοιχείο ενισχύσεως που περιέχεται σε κάθε ORA ή TSIP-BSA σε σύγκριση με τους ενδεχόμενους κανονικούς όρους της αγοράς, ειδικότερα ενόψει του επιτοκίου και της εσωτερικής αποδόσεως αυτών. Η διαπίστωση αυτή είναι επίσης αληθής ως προς τη σύγκριση των TSIP-BSA με άλλους τίτλους που φέρονται ως παρόμοιοι. Συγκεκριμένα, τα συγκριτικά αυτά στοιχεία, έστω και αν η Επιτροπή δεν τα αμφισβήτησε ουσιαστικά, δεν είναι λυσιτελή, δεδομένου ότι η προσφεύγουσα δεν ισχυρίστηκε και, ακόμη λιγότερο, δεν απέδειξε ότι, αφενός, οι άλλοι αυτοί τίτλοι εμφάνιζαν παρόμοιους κινδύνους με εκείνους των TSIP — ειδικότερα όσον

αφορά τους δυσμενείς όρους της εξοφλήσεώς τους σε περίπτωση διαλύσεως ή εκκαθαρίσεως της εκδότριας εταιρίας — και, αφετέρου, οι εκδότριες εταιρίες πλην της Air France τελούσαν, κατά τον χρόνο εκδόσεως, σε παρόμοια οικονομική και χρηματοοικονομική κατάσταση με εκείνη της Air France στις αρχές του 1993.

136 Ενόψει των προαναφερομένων, είναι επίσης περιττό να εξεταστεί αν η Επιτροπή έχει ή όχι αγνοήσει τον ανεξάρτητο χαρακτήρα των BSA σε σχέση με τους TSIP, αναφέροντας ότι «ο κάτοχος μπορεί να παραιτηθεί από το δικαίωμά του να αναλάβει μετοχές και να αποφασίσει ότι εξακολουθεί να λαμβάνει τους τόκους (...)». Συγκριμένα, τόσο τα BSA όσο και οι TSIP μπορούσαν να θεωρηθούν ότι δεν είχαν — ούτε μαζί ούτε ατομικά — μια πραγματική αξία η οποία, υπό την οπτική ενός ορθολογικώς πράττοντος ιδιώτη επενδυτή, θα δικαιολογούσε την πραγματοποίηση μιας επενδύσεως μεγέθους όπως εκείνης που πραγματοποίησε το CDC-P, δηλαδή το Ταμείο.

137 Το ίδιο ισχύει ως προς το γεγονός ότι, με την προαναφερθείσα απόφασή της 94/653, της 27ης Ιουλίου 1994 (βλ., πιο πάνω, σκέψη 26), η Επιτροπή χαρακτήρισε τις ORA ως οιονεί-ίδια κεφάλαια της Air France και τους TSIP-BSA ως χρέη. Συγκεκριμένα, ενόψει των χαρακτηριστικών των TSIP και της πραγματικής τους αξίας, όπως έχουν εκτεθεί πιο πάνω, το ζήτημα αν ο χαρακτηρισμός που δόθηκε με την εν λόγω απόφαση 94/653 προκειμένου να προσδιοριστεί ο λόγος χρέους της Air France είναι σύμφωνος προς τους κανόνες περί καταρτίσεως του ισολογισμού μπορεί ασφαλώς να εγερθεί σε ενδεχόμενη διαφορά σχετικά με την τελευταία αυτή απόφαση, δεν είναι όμως λυσιτελής στην παρούσα αλληλουχία.

138 Τέλος, κατά το μέτρο που η προσφεύγουσα προβάλλει το δυναμικό της υπεραξίας των μετοχών Air France κατόπιν της προσδοκώμενης ιδιωτικοποιήσεώς της μετά τις γαλλικές βουλευτικές εκλογές, αρκεί η διαπίστωση ότι οι προοπτικές αυτές, στην προκειμένη περίπτωση, είναι πάρα πολύ αόριστες και, επομένως, δεν μπορούν να θεωρηθούν ως έγκυροι λόγοι ώστε να οδηγήσουν έναν ορθολογικώς πράττοντα ιδιώτη επενδυτή να τοποθετήσει ποσά αντίστοιχα προς την επένδυση του CDC-P, δηλαδή του Ταμείου.

139 Από τα προεκτεθέντα προκύπτει ότι το επιχείρημα που αντλείται από την εσφαλμένη εφαρμογή της αρχής του ορθολογικώς πράττοντος ιδιώτη επενδυτή ενόψει των χαρακτηριστικών των εκδοθέντων τίτλων πρέπει επίσης να απορριφθεί.

Ως προς την αιτίαση που αντλείται από την εσφαλμένη ανάλυση της σημασίας των εγγραφών των άλλων ιδιωτών μετόχων της Air France και ως προς τη σημασία άλλων επενδύσεων στην Air France

— Επιχειρήματα των διαδίκων

140 Η προσφεύγουσα προσάπτει στην Επιτροπή ότι με την προσβαλλόμενη απόφαση περιορίστηκε στη διαπίστωση ότι τα μερίδια που κατέχουν οι ιδιώτες επενδυτές της Air France αντιπροσωπεύουν μόλις το 0,132 % του κεφαλαίου της, το μερίδιο των τίτλων που έχει αναλάβει είναι επομένως αμελητέο και ότι μια τράπεζα επενδύσεων μπορεί να διακινδυνεύσει κάποιες ριψοκίνδυνες επενδύσεις προς διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου της. Κατά την προσφεύγουσα, όμως, προέχει να υπογραμμιστεί ότι τίποτε δεν υποχρέωνε τους ιδιώτες επενδυτές οι οποίοι, ως μέτοχοι γνώριζαν την κατάσταση της Air France, να εγγραφούν στις επίδικες εκδόσεις.

141 Η προσφεύγουσα προσθέτει ότι, κατά την προαναφερθείσα απόφαση της 21ης Μαρτίου 1991, C-305/89, Ιταλία κατά Επιτροπής (σκέψεις 19 και 20), η Επιτροπή όφειλε να αναλύσει τους κινδύνους που αναλαμβάνουν οι ιδιώτες επενδυτές σε σχέση με την οικονομική τους επιφάνεια, προκειμένου να εκτιμήσει αν θα είχαν οδηγηθεί, εφόσον είχαν το ίδιο μέγεθος με το CDC-P, να επενδύσουν 1,5 δισεκατομμύριο FF. Όμως, η ανάλυση της Επιτροπής δεν μπορεί να περιορίζεται στη διαπίστωση της απόλυτης αξίας των ιδιωτικών επενδύσεων.

142 Επιπλέον, η Επιτροπή δεν έλαβε υπόψη το γεγονός ότι οι ιδιώτες επενδυτές επιθυμούσαν να αποκτήσουν έναν αριθμό τίτλων αναλογικώς μεγαλύτερο από τα αντίστοιχα μερίδιά τους στο κεφάλαιο της Air France, ωστόσο η εγγραφή τους περιορίστηκε για να μη θεωρηθεί η επίδικη εγγραφή, κατ'εφαρμογήν της εθνικής νομοθεσίας, ως μερική ιδιωτικοποίηση.

- 143 Πάντως, η προσφεύγουσα αμφισβητεί την επιχειρηματολογία που ανέπτυξε η Επιτροπή κατά την οποία η κανονιστική ρύθμιση σχετικά με τη μερική ιδιωτικοποίηση αποτελεί την αιτία της μικρής συμμετοχής των άλλων ιδιωτών μετόχων της Air France στις επίδικες εκδόσεις. Στην πραγματικότητα, οι αιτήσεις των μετόχων αυτών δεν κατέστη δυνατό να ικανοποιηθούν στο σύνολό τους επειδή το γαλλικό Δημόσιο παραιτήθηκε από το δικαίωμά του της κατά προτίμηση αναλήψεως των τίτλων, στο δε CDC-P χορηγήθηκε το μεγαλύτερο ποσοστό των τίτλων που παρέμεναν διαθέσιμοι. Όμως, το CDC-P δεν επιθυμούσε να παραιτηθεί από το δικαίωμα αναλήψεως που του είχε χορηγηθεί βάσει των ρητρών της συμβάσεως για την έκδοση.
- 144 Με το υπόμνημα απαντήσεως η προσφεύγουσα μνημόνευσε, στο απόσπασμα σχετικά με την αποτίμηση των TSIP (βλ., πιο πάνω, σκέψη 114), δύο ομολογιακά δάνεια 1,5 δισεκατομμυρίων FF έκαστο, τα οποία εξέδωσε η Air France τον Φεβρουάριο και τον Ιούνιο του 1993 και τοποθέτησε η τράπεζα Crédit Lyonnais. Κατά την προφορική διαδικασία, η προσφεύγουσα διευκρίνισε το τελευταίο αυτό στοιχείο υπογραμμίζοντας ότι, κατά τον κρίσιμο χρόνο, άλλοι ιδιώτες επενδυτές είχαν επίσης εκφράσει την εμπιστοσύνη τους στις οικονομικές και χρηματοοικονομικές δυνατότητες της Air France. Η Air France ήταν έτοιμη να εκδώσει τον Φεβρουάριο και τον Ιούνιο του 1993, υπό όμιλο πέντε τραπεζών, ομολογίες μέχρι ποσού 3 δισεκατομμυρίων FF, καθώς και δάνειο 300 εκατομμυρίων FF, τον Οκτώβριο του 1993, το οποίο είχε εγγραφεί πλήρως μέσω μιας αμερικανικής ιδιωτικής τράπεζας (βλ., πιο πάνω, σκέψη 14). Οι πέντε τράπεζες — εθνικοποιημένες και ιδιωτικές — είχαν μετακυλίσει τις ομολογίες αυτές σε άλλους ιδιώτες επενδυτές, όπως τα ταμεία συντάξεων. Όλοι αυτοί οι ιδιώτες επενδυτές κατ' ανάγκη είχαν κάνει την ίδια θετική ανάλυση με το CDC-P όσον αφορά τις οικονομικές και χρηματοοικονομικές προοπτικές της Air France. Εξάλλου, οι μεγάλοι κατασκευαστές αεροπλάνων επέδειξαν επίσης εμπιστοσύνη στην Air France καθόσον της είχαν πωλήσει το 1993, με συμβάσεις χρηματοδοτήσεως, οκτώ αεροπλάνα που αντιστοιχούν σε 3 δισεκατομμύρια FF.
- 145 Η Επιτροπή αναφέρεται στις σκέψεις που ανέπτυξε στην προσβαλλόμενη απόφαση (ΕΕ, σ. 31 και 32) και υπενθυμίζει την αμελητέα ποσότητα των τίτλων που είχαν αναλάβει οι ιδιώτες μέτοχοι της Air France. Ακόμη και αν ληφθεί υπόψη η βούληση των μετόχων αυτών να εγγράψουν τους επίδικους τίτλους για υψηλότερο ποσό, το συνολικό αυτό ποσό (περίπου 26 εκατομμύρια FF) αντιπροσωπεύει μόλις 3,3 % της συνολικής εκδόσεως, δηλαδή ελάχιστη σημαντική επένδυση, χωρίς μεγάλο κίνδυνο για τους ιδιώτες μετόχους. Εξάλλου, μόνο το CDC-P, χάρη στην ιδιότητά του ως δημοσίου ιδρύματος, ήταν σε θέση να αναλάβει τις ORA από τις οποίες παραιτήθηκε το γαλλικό



Δημόσιο. Αν το CDC-P ήταν σε θέση να αναλάβει το 99,7 % των ORA, αυτό ακριβώς οφείλεται στο ότι το δικαίωμα των ιδιωτών μετόχων είχε περιοριστεί, βάσει της γαλλικής νομοθεσίας περί μερικής ιδιωτικοποίησης, και το μη ασκηθέν δικαίωμα του Δημοσίου δεν μπορούσε να ασκηθεί παρά μόνον από το CDC-P.

146 Όσον αφορά την επιχειρηματολογία που ανέπτυξε η προσφεύγουσα κατά την προφορική διαδικασία (βλ., πιο πάνω, σκέψη 144), η Επιτροπή προέβαλε, κατά την ίδια συνεδρίαση, ότι επρόκειτο για νέα επιχειρήματα με τα οποία δεν διευκρινίζονται ούτε οι εμπλεκόμενες τράπεζες ούτε τα χαρακτηριστικά των εκδοθέντων τίτλων.

147 Εξάλλου, υπενθυμίζει ότι η χρηματοοικονομική κατάσταση της Air France ήταν ανάλογη με εκείνην της επιχειρήσεως Boussac Saint Frères που αφορούσε η προαναφερθείσα απόφαση Γαλλία κατά Επιτροπής (σκέψη 40), με την οποία το Δικαστήριο έκρινε ότι ιδιωτικές επενδύσεις σημαντικά πολύ μικρότερης αξίας από τις κρατικές εισφορές δεν εμποδίζουν να χαρακτηριστούν τα επίδικα μέτρα ως κρατικές ενισχύσεις όταν η δικαιούχος επιχείρηση δεν ήταν σε θέση να αντλήσει τα αναγκαία κεφάλαια από την κεφαλαιαγορά και, λόγω της οικονομικής της καταστάσεως, δεν μπορούσε να αναμένεται ικανοποιητική αποδοτικότητα των επενδύσεων μέσα σε εύλογο χρονικό διάστημα.

— Εκτίμηση του Πρωτοδικείου

148 Όσον αφορά τη συμμετοχή των τριών ιδιωτών μετόχων στην επίδικη επένδυση, επιβάλλεται να υπομνηστεί ότι στην προσβαλλόμενη απόφαση εκτίθεται, κατά τρόπο εμπειριστατωμένο, ότι ορισμένοι ιδιώτες μέτοχοι, δηλαδή κάποια μέλη του προσωπικού της Air France, καθώς και η Bank of New York/London, η Bankers Trust INT. PLC και η Granite Capital LP, είχαν αναλάβει ORA και ορισμένους TSIP, με τη διευκρίνιση ότι καμιά τράπεζα δεν είχε αναλάβει TSIP. Με την απόφαση υπογραμμίζεται ωστόσο ότι τα μερίδια που κατέχουν οι ιδιώτες μέτοχοι της Air France αντιπροσωπεύουν μόλις 0,132 % του κεφαλαίου της και το μερίδιο των ORA και των TSIP που είχαν αναλάβει είναι αμελητέο (4 516 ORA επί 1 877 526 και 14 TSIP επί 483 456). Η συμμετοχή των ιδιωτών επενδυτών στην ανάληψη των ORA και των TSIP-BSA δεν μπορούσε κατά συνέπεια να αποκλείσει τη δυνατότητα οι εισφορές κεφαλαίων να αποτελούν κρατική ενίσχυση. Τέλος, το γεγονός ότι οι τρεις τράπεζες είχαν ζητήσει την ανάληψη ORA για 25,9 εκατομμύρια FF — ήτοι 9,9 για την Bank of New York/London, 7,9 για την Bankers Trust INT. PLC και

7,9 για την Granite Capital LP — δεν έχει καμιά αποφασιστική σημασία, δεδομένου ότι οι 65 025 ORA τις οποίες οι τρεις τράπεζες έχουν αναλάβει δεν αντιπροσωπεύουν παρά μικρό ποσοστό (3,3 %) του συνολικού αριθμού των ORA για τις οποίες όλοι οι επενδυτές ήθελαν να αναλάβουν (1 942 760).

149 Συναφώς, πρέπει να γίνει δεκτό ότι, ενόψει των στοιχείων εκτιμήσεως που διέθετε και στο πλαίσιο της διακριτικής της εξουσίας στον τομέα αυτόν, η Επιτροπή μπορούσε ευλόγως να θεωρήσει ότι τόσο η αξία των τίτλων που όντως είχαν αναλάβει οι ιδιώτες επενδυτές όσο και οι τίτλοι τους οποίους ήθελαν να αναλάβουν ήταν σημαντικά μικρότερης αξίας από τη συνολική αξία των τίτλων τους οποίους έχει αναλάβει το CDC-P, που ανήκει στον δημόσιο τομέα. Επομένως, η Επιτροπή βασίμως μπορούσε να συναγάγει, χωρίς να διαπράξει πρόδηλη πλάνη εκτιμήσεως, ότι οι προθέσεις των ιδιωτών επενδυτών οι οποίοι είχαν εκδηλώσει ενδιαφέρον στην προκειμένη περίπτωση δεν αποδεικνύουν ότι ένας ορθολογικώς πράττων ιδιώτης επενδυτής, που έχει το ίδιο οικονομικό μέγεθος με το CDC-P, δηλαδή όπως και το Ταμείο, θα διακινδύνευε να επενδύσει 1,5 δισεκατομμύριο FF στην εταιρία Air France.

150 Κατά το μέτρο που η προσφεύγουσα παραπέμπει στα τρία ομολογιακά δάνεια των μηνών Φεβρουαρίου, Ιουνίου και Οκτωβρίου 1993, επιβάλλεται να υπομνηστεί ότι η προσβαλλόμενη απόφαση κάνει μνεία των δύο πρώτων δανείων αναφέροντας ότι, στο τέλος του έτους 1992, από τον ισολογισμό του ομίλου Air France προέκυπτε προσωρινή ανισορροπία υπέρ των βραχυπρόθεσμων χρεών και ότι «η κατάσταση αυτή αντιμετωπίστηκε εν τω μεταξύ με την έκδοση δύο μακροπρόθεσμων ομολογιακών δανείων τον Μάρτιο και τον Ιούνιο του 1993, συνολικού ύψους 3 δισεκατομμυρίων γαλλικών φράγκων» (ΕΕ, σ. 30). Επιπλέον, με το υπόμνημα αντικρούσεως (παράγραφος 100) η Επιτροπή παραπέμπει στο ενημερωτικό φυλλάδιο για το δάνειο του Φεβρουαρίου 1993 το οποίο θεωρήθηκε από την COB στις 25 Ιανουαρίου 1993 (από το οποίο τρεις σελίδες επισυνάπτονται στο παράρτημα 23 του υπομνήματος αντικρούσεως), για να αποδείξει ότι η προοπτική ζημίας 3,2 δισεκατομμυρίων FF ήταν τότε ήδη γνωστή.

151 Συναφώς, πρέπει να υπομνηστεί, πρώτον, ότι η σύγκριση των επίδικων εν προκειμένω τίτλων με άλλους τύπους τίτλων, όπως των τριών ομολογιακών δανείων που επικαλείται η προσφεύγουσα, δεν είναι λυσιτελής κατά το μέτρο που η προσφεύγουσα δεν προέβαλε τον ισχυρισμό, ούτε και απέδειξε, ότι τα

δάνεια αυτά — εξοφλητέα μετά συγκεκριμένη περίοδο — εμφανίζουν χαρακτηριστικά παρόμοια με τους ειδικούς κινδύνους των ORA και των TSIP-BSA. Συγκεκριμένα, η προσφεύγουσα δεν παρέσχε καμιά διευκρίνιση ως προς τα δάνεια αυτά (συνολική διάρκεια, επιτόκιο, απόσβεση, κατάταξη πιστώσεων, ενδεχόμενη είσοδος στο χρηματιστήριο, κ.λπ.). Επίσης, δεν ανέφερε τίποτε σχετικά με τις τράπεζες οι οποίες είχαν καλύψει τα δάνεια αυτά, ούτε για τους ιδιώτες επενδυτές στους οποίους τα δάνεια αυτά είχαν μετακυλιθεί τελικά (μέγεθος, ενδεχόμενες διαφοροποιήσεις, μέγεθος των αναληφθέντων κινδύνων από την κάλυψη των δανείων). Κατά συνέπεια, η επιχειρηματολογία σχετικά με τα δάνεια αυτά δεν αποδεικνύει καμιά πρόδηλη πλάνη εκτίμησης εκ μέρους της Επιτροπής και, συνεπώς, δεν μπορεί να γίνει δεκτή.

152 Το ίδιο ισχύει και για την αιτίαση που αντλείται από την πώληση αεροπλάνων στην Air France βάσει συμβάσεων χρηματοδοτήσεως, δεδομένου ότι η προσφεύγουσα δεν έδωσε καμιά λεπτομέρεια σχετικά με τις πωλήσεις αυτές, ειδικότερα όσον αφορά τις λεπτομέρειες μεταβιβάσεως της κυριότητας των αεροπλάνων.

153 Από τα προεκτεθέντα προκύπτει ότι το επιχείρημα που αντλείται από την εσφαλμένη ανάλυση ως προς τη σημασία των προβαλλομένων ιδιωτικών επενδύσεων πρέπει επίσης να απορριφθεί.

154 Δεδομένου ότι κανένα από τα προβληθέντα επιχειρήματα προς στήριξη του δεύτερου σκέλους του πρώτου λόγου ακυρώσεως δεν είναι βάσιμο, το σκέλος αυτό πρέπει να απορριφθεί. Κατά συνέπεια, ο πρώτος λόγος ακυρώσεως πρέπει να απορριφθεί στο σύνολό του.

*2. Επί του λόγου ακυρώσεως που αντλείται από την παράβαση του άρθρου 190 της Συνθήκης*

#### *Επιχειρήματα των διαδίκων*

155 Η προσφεύγουσα θεωρεί ότι η προσβαλλόμενη απόφαση πρέπει να ακυρωθεί λόγω ελλείψεως αιτιολογίας. Συγκεκριμένα, η εξουσία της Επιτροπής να υποχρεώνει τα κράτη μέλη να διατάσσουν την επιστροφή των παράνομων

κρατικών ενισχύσεων εκτείνεται μόνο στα στοιχεία της ενισχύσεως, δηλαδή, εν προκειμένω, στη διαφορά μεταξύ του συνήθως καταβαλλόμενου ποσοστού αμοιβής, στη χρηματιστηριακή αγορά, για προϊόντα παρόμοια με τους τίτλους που εξέδωσε η Air France και του καταβαλλόμενου ποσοστού αμοιβής στο πλαίσιο των επίδικων εκδόσεων. Κατά συνέπεια, με την προσβαλλόμενη απόφαση ουδόλως αποδεικνύεται ότι το ποσό του οποίου διατάσσεται η απόδοση κατόπιν αφαιρέσεως των τόκων αντιστοιχεί στα στοιχεία της ενισχύσεως. Επομένως, η Επιτροπή παρέβη την υποχρέωσή της να αιτιολογήσει την απόφαση με την οποία διατάσσεται η απόδοση του ποσού των εγγραφών.

- 156 Η προσφεύγουσα προσάπτει στην Επιτροπή ότι θεωρεί τις επίδικες εκδόσεις ως να επρόκειτο για μια απλή συμμετοχή στην Air France και ότι απαιτεί την είσπραξη του συνόλου του ποσού της επενδύσεως από το CDC-P αφού αφαιρεθούν οι τόκοι. Όμως, για να αιτιολογήσει πραγματικά την προσβαλλόμενη απόφαση, η Επιτροπή όφειλε να εξηγήσει — λαμβάνοντας υπόψη την ιδιαιτερότητα των εκδοθέντων τίτλων και ειδικότερα το γεγονός ότι προβλεπόταν καταβολή τόκων για τους τίτλους τουλάχιστον έως το 2000 — γιατί το καταβαλλόμενο ποσοστό αμοιβής δεν ανταποκρινόταν στον επενδυτικό κίνδυνο. Ακόμη και αν θεωρηθεί ότι η αξία των μετοχών Air France θα είναι μηδενική το έτος 2000, η ανάλυση του πραγματικού οικονομικού πλεονεκτήματος που αποκόμισε η Air France προϋπέθετε ότι είχε γίνει η σύγκριση μεταξύ του επιτοκίου που προέβλεπε η σύμβαση εκδόσεως των ORA και των επιτοκίων που συνήθως εφαρμόζονται στην αγορά για τα μακροπρόθεσμα δάνεια. Παρομοίως, όσον αφορά τους TSIP-BSA, η Επιτροπή έπρεπε να εξετάσει τους όρους αμοιβής των εκδοθέντων τίτλων.

- 157 Η προσφεύγουσα αναφέρει ως παράδειγμα την απόφαση 88/454/ΕΟΚ της Επιτροπής, της 29ης Μαρτίου 1988, σχετικά με τις ενισχύσεις που έχουν χορηγηθεί από τη Γαλλική Κυβέρνηση στον όμιλο Renault, επιχείρηση η οποία παράγει κατά κύριο λόγο αυτοκίνητα οχήματα (ΕΕ L 220, σ. 30), στην οποία είχαν υπολογιστεί τα στοιχεία της ενισχύσεως που περιλαμβάνονταν στο σύνολο των ποσών τα οποία είχε λάβει ο όμιλος Renault. Παρατηρώντας ότι τα δάνεια είχαν χορηγηθεί με επιτόκιο χαμηλότερο από το επιτόκιο αναφοράς της αγοράς, η Επιτροπή υπολόγισε τη διαφορά μεταξύ αυτών των επιτοκίων προκειμένου να απομονώσει το ποσό της χορηγηθείσας επιδοτήσεως και, επομένως, της ενισχύσεως. Εν προκειμένω, η Επιτροπή δεν προέβη σε καμιά οικονομική ανάλυση που της επέτρεπε να προσδιορίσει το πραγματικό οικονομικό πλεονέκτημα που αποκόμισε η Air France χάρη στις επίδικες εκδόσεις.

158 Η προσφεύγουσα προσθέτει ότι η Επιτροπή δεν διευκρίνισε, με την προσβαλλόμενη απόφαση, άλλα στοιχεία τόσο νομικά όσο και οικονομικά ή χρηματοοικονομικά προς στήριξη της συλλογιστικής της ως προς τον χαρακτηρισμό των επίδικων επενδύσεων. Παραπέμπει στην έλλειψη χαρακτηρισμού του CDC-P ως κρατικού ιδρύματος, καθώς και στις ανακριβείς αναλύσεις σχετικά με την ημερομηνία κατά την οποία λήφθηκε η απόφαση περί επενδύσεως, την εφαρμογή της αρχής του ορθολογικώς πράττοντος ιδιώτη επενδυτή και το γενικό πλαίσιο της αποφάσεως περί επενδύσεως. Εξάλλου, η προσφεύγουσα υπογραμμίζει την έλλειψη, στην προσβαλλόμενη απόφαση, οποιουδήποτε στοιχείου που να επιτρέπει να αποδειχθεί η έναρξη οποιασδήποτε προηγούμενης διεξαγωγής αποδείξεων από κρατική αρχή, την απουσία ανάλυσεως ως προς την κατάσταση των χρηματιστηριακών αγορών κατά τον κρίσιμο χρόνο και την απουσία κάθε συγκρίσεως με τα χρηματιστηριακά προϊόντα που εμφανίζουν παρόμοια χαρακτηριστικά με αυτά των ORA και TSIP-BSA που εξέδωσε η Air France.

159 Η Επιτροπή, αφού υπογράμμισε την εξουσία της να υποχρεώνει τα κράτη μέλη να διατάσσουν την απόδοση των ενισχύσεων οι οποίες είναι ασυμβίβαστες με την κοινή αγορά, υπενθυμίζει τη νομολογία του Δικαστηρίου σχετικά με τον σκοπό και το περιεχόμενο του καθήκοντος αιτιολογήσεως που επιβάλλει το άρθρο 190 της Συνθήκης γενικώς, αλλά και ειδικότερα στον τομέα των κρατικών ενισχύσεων. Εν προκειμένω, πληροφόρησε τη Γαλλική Κυβέρνηση, πριν ακόμη από την έναρξη της διαδικασίας του άρθρου 93, παράγραφος 2, ότι ο δικαιούχος ενισχύσεως που χορηγείται παράνομως μπορούσε να υποχρεωθεί να επιστρέψει την ενίσχυση αυτή. Αφού η αιτιολόγηση της επιστροφής του συνολικού ποσού της ενισχύσεως δεν πρέπει να εξετάζεται μεμονωμένα αλλά να εντάσσεται στο πλαίσιο της ίδιας της αποφάσεως (βλ. προαναφερθείσα απόφαση της 21ης Μαρτίου 1991, C-303/88, Ιταλία κατά Επιτροπής, σκέψη 54), η Επιτροπή θεωρεί ότι η εν προκειμένω προσβαλλόμενη απόφαση περιέχει επαρκή αιτιολογία.

160 Τέλος, προβάλλει ότι εξήγησε εκτενώς, με την προσβαλλόμενη απόφαση, ότι η χρηματοοικονομική κατάσταση της Air France, κατά τον χρόνο της επίδικης εγγραφής, ήταν καταστροφική σε σημείο που κανένας ορθολογικώς πράττων ιδιώτης επενδυτής δεν θα επένδυε στην εταιρία αυτή. Η Επιτροπή θεωρεί ότι, περιγράφοντας την κατάσταση αυτή και αποδεικνύοντας τον ασυνήθη χαρακτήρα των εκδοθέντων εν προκειμένω τίτλων, συμμορφώθηκε προς τις επιταγές της νομολογίας περί του καθήκοντος αιτιολογήσεως. Επομένως, η αιτιολογία της προσβαλλόμενης αποφάσεως παρέχει τη δυνατότητα κατανοήσεως των λόγων για τους οποίους είχε διαταχθεί η επιστροφή του συνολικού ποσού της επίδικης επενδύσεως.

*Εκτίμηση του Πρωτοδικείου*

- 161 Η υποχρέωση που υπέχουν τα κοινοτικά όργανα βάσει του άρθρου 190 της Συνθήκης να αιτιολογούν τις αποφάσεις τους έχει ως σκοπό να επιτρέπει στον κοινοτικό δικαστή να ασκεί τον έλεγχό του ως προς τη νομιμότητα και στον ενδιαφερόμενο να γνωρίζει την αιτιολόγηση του ληφθέντος μέτρου, προκειμένου να είναι σε θέση να υπερασπίζεται τα δικαιώματά του και να εξακριβώνει αν η απόφαση είναι ή όχι βάσιμη (βλ., για παράδειγμα, την απόφαση του Δικαστηρίου της 17ης Ιανουαρίου 1984, 43/82 και 63/82, VBVB και VBBB κατά Επιτροπής, Συλλογή 1984, σ. 19, σκέψη 22).
- 162 Συναφώς, η προσβαλλόμενη απόφαση περιέχει, στο σύνολό της, επαρκή έκθεση των λόγων προς στήριξη του άρθρου 1 της αποφάσεως αυτής, κατά το οποίο η επίδικη επένδυση αποτελεί παράνομη κρατική ενίσχυση και ασυμβίβαστη με την κοινή αγορά. Συγκεκριμένα, όπως προκύπτει από την εξέταση του πρώτου λόγου ακυρώσεως που προέβαλε η προσφεύγουσα, αυτή ήταν πλήρως σε θέση να υπερασπιστεί τα δικαιώματά της, όπως και το Πρωτοδικείο το οποίο μπόρεσε να ασκήσει τον δικαστικό του έλεγχο.
- 163 Το ίδιο ισχύει και ως προς την αιτιολογία του άρθρου 2 το οποίο επιβάλλει στη Γαλλική Δημοκρατία να διατάξει την επιστροφή της κρατικής ενισχύσεως αφού αφαιρεθούν οι καταβληθέντες τόκοι. Συγκεκριμένα, στο μέρος X της προσβαλλόμενης αποφάσεως εκτίθεται ότι είναι αναγκαία η είσπραξη της παράνομης ενισχύσεως προς αποκατάσταση του *status quo ante* με την άρση όλων των οικονομικών ευεργετημάτων των οποίων έχει επωφεληθεί αχρεωστήτως ο αποδέκτης από την ημερομηνία κατά την οποία χορηγήθηκε η ενίσχυση. Δεδομένου ότι η Επιτροπή αποφάνθηκε κατά της ίδιας της αρχής της επίδικης επενδύσεως, δηλαδή της καθ' αυτό εισφοράς των κεφαλαίων και όχι των λεπτομερειών αμοιβής των κεφαλαίων αυτών, η αιτιολογία αυτή πρέπει να θεωρηθεί επαρκής.
- 164 Η προσφεύγουσα προσάπτει στην Επιτροπή ότι δεν έλαβε το λιγότερο περιοριστικό μέτρο συνιστάμενο στο να διατάξει μόνο την τροποποίηση της επίδικης ενισχύσεως, σύμφωνα με το άρθρο 93, παράγραφος 2, πρώτο εδάφιο, της Συνθήκης. Στον βαθμό που η προσφεύγουσα παραπέμπει, επί του

σημείου αυτού, στην προαναφερθείσα απόφαση 88/454, της 29ης Μαρτίου 1988 (Renault), αρκεί η διαπίστωση ότι με την εν λόγω απόφαση η Επιτροπή δεν περιορίστηκε στο να διατάξει μια τέτοια τροποποίηση· το άρθρο 2 της αποφάσεως επιβάλλει μάλλον στο ενδιαφερόμενο κράτος μέλος να καταργήσει το στοιχείο της ενισχύσεως που περιείχαν τα επίδικα δάνεια, «ζητώντας την εξόφλησή τους ή επιβαρύνοντας αυτά με επιτόκιο σύμφωνο προς τα επιτόκια της αγοράς».

165 Προστίθεται ότι, εν προκειμένω, η Επιτροπή δεν ήταν υποχρεωμένη να υπολογίσει το πραγματικό οικονομικό πλεονέκτημα από το οποίο είχε επωφεληθεί η Air France σε σχέση με τους όρους της αγοράς. Δεδομένου ότι μια τέτοια ενέργεια θα επέβαλλε ιδιαίτερα πολύπλοκες οικονομικές εκτιμήσεις ιδίως ως προς τις αγορές δανείων και ομολόγων στη Γαλλία, η Επιτροπή μπορούσε να περιοριστεί στη συνολική διαπίστωση της δυσαναλογίας μεταξύ των αναλαμβανομένων κινδύνων και των χορηγουμένων πλεονεκτημάτων. Δεν ήταν υποχρεωμένη να επινοήσει άλλη έκδοση τίτλων την οποία θα μπορούσε να δεχθεί ένας ορθολογικώς πράττων ιδιώτης επενδυτής.

166 Δεδομένου ότι επρόκειτο για έκδοση πάρα πολύ πολύπλοκων τίτλων οι οποίοι είχαν ήδη καλυφθεί και των οποίων τα καθαυτό εγγενή χαρακτηριστικά δεν μπορούσαν πλέον να τροποποιηθούν, η Επιτροπή μπορούσε επομένως να διατάξει την επιστροφή των εισφερθέντων κεφαλαίων. Αντιθέτως, δεν εναπέκειτο σ' αυτήν να αρχίσει διαπραγματεύσεις με τη Γαλλική Δημοκρατία ως προς το ενδεχόμενο χορηγήσεως ενισχύσεων στην Air France υπό άλλες μορφές και με άλλους τρόπους.

167 Ως εκ τούτου, ο δεύτερος λόγος ακυρώσεως δεν μπορεί να γίνει δεκτός.

168 Δεδομένου ότι δεν έγινε δεκτός κανένας από τους λόγους ακυρώσεως που προέβαλε η προσφεύγουσα, η προσφυγή πρέπει να απορριφθεί ως αβάσιμη.

## Επί των δικαστικών εξόδων

- 169 Κατά το άρθρο 87, παράγραφος 2, του Κανονισμού Διαδικασίας, ο ηττηθείς διάδικος καταδικάζεται στα δικαστικά έξοδα, εφόσον υπήρξε σχετικό αίτημα του νικήσαντος διαδίκου. Καθώς η προσφεύγουσα ηττήθηκε, πρέπει να καταδικαστεί στα δικαστικά έξοδα, σύμφωνα με τα αιτήματα της Επιτροπής.

Για τους λόγους αυτούς,

ΤΟ ΠΡΩΤΟΔΙΚΕΙΟ (δεύτερο πενταμελές τμήμα)

αποφασίζει:

- 1) Απορρίπτει την προσφυγή.
- 2) Καταδικάζει την προσφεύγουσα στα δικαστικά έξοδα.

Kirschner

Vesterdorf

Bellamy

Καλογερόπουλος

Potocki

Δημοσιεύθηκε σε δημόσια συνεδρίαση στο Λουξεμβούργο στις 12 Δεκεμβρίου 1996.

Ο Γραμματέας

H. Jung

Ο Πρόεδρος

H. Kirschner