

SENTENCIA DEL TRIBUNAL DE PRIMERA INSTANCIA  
(Sala Segunda ampliada)  
de 12 de diciembre de 1996 \*

En el asunto T-358/94,

**Compagnie nationale Air France**, sociedad francesa, con domicilio en París, representada por M<sup>es</sup> Dominique Borde y André Moquet, Abogados de París y de Bruselas, que designa como domicilio en Luxemburgo el despacho de M<sup>e</sup> Guy Harles, 8-10, rue Mathias Hardt,

parte demandante,

contra

**Comisión de las Comunidades Europeas**, representada por el Sr. Ben Smulders, miembro del Servicio Jurídico, en calidad de Agente, asistido por M<sup>e</sup> Ami Barav, Abogado de París, Barrister en Inglaterra y País de Gales, que designa como domicilio en Luxemburgo el despacho del Sr. Carlos Gómez de la Cruz, miembro del Servicio Jurídico, Centre Wagner, Kirchberg,

parte demandada,

que tiene por objeto una demanda de anulación de la Decisión 94/662/CE de la Comisión, de 27 de julio de 1994, relativa a la suscripción por CDC-Participations de obligaciones emitidas por Air France (DO L 258, p. 26),

\* Lengua de procedimiento: francés.

EL TRIBUNAL DE PRIMERA INSTANCIA  
DE LAS COMUNIDADES EUROPEAS (Sala Segunda ampliada),

integrado por los Sres.: H. Kirschner, Presidente; B. Vesterdorf, C.W. Bellamy, A. Kalogeropoulos y A. Potocki, Jueces;

Secretario: Sr. J. Palacio González, administrador;

habiendo considerado los escritos obrantes en autos y celebrada la vista el 26 de junio de 1996;

dicta la siguiente

**Sentencia**

**Hechos que originaron el litigio**

1 Desde 1990, el sector del transporte aéreo comunitario sufre una crisis económica. Por ello, la Compagnie nationale Air France (en lo sucesivo, «Air France» o «demandante»), sociedad anónima cuyo capital es propiedad del Estado francés en un 99,329 %, ha atravesado también graves dificultades económicas y financieras.

2 Durante los años 1991 y 1992, la Comisión examinó por primera vez la situación económica y financiera de Air France. En este contexto, como consecuencia de las notificaciones efectuadas por las autoridades francesas, la Comisión autorizó,

mediante Decisiones de 20 de noviembre de 1991 y 15 de julio de 1992, unas aportaciones de capital por importe de 5.840 millones de FF en total. Consideró que las perspectivas de rendimiento a largo plazo de la inversión pesaban más que las dificultades a corto plazo resultado de la estructura económica del grupo Air France. Al mismo tiempo, tuvo también en cuenta que el grupo Air France era objeto de una reestructuración en el marco de un «contrat de plan» (CAP'93), aprobado el 1 de agosto de 1991 por las autoridades francesas, que fijaba varios objetivos económicos que debían alcanzarse durante el período 1991-1993. Habida cuenta de dichos elementos, consideró que las operaciones financieras de que se trataba no constituían ayudas de Estado en el sentido del artículo 92 del Tratado CEE.

- 3 Para paliar sus dificultades económicas, Air France elaboró en octubre de 1992 otro plan de reestructuración denominado «programme de retour à l'équilibre» (PRE 1), cuyo objetivo era principalmente la reducción de los costes de explotación y que debía conducir a una mejora estructural de su capacidad de autofinanciación a partir de 1994.
- 4 En noviembre de 1992, se dirigió a la Caisse des dépôts et consignations-participations (en lo sucesivo, «CDC-P») para obtener su asistencia en el marco de determinadas operaciones de financiación. La CDC-P, sociedad anónima francesa que posee el 0,538 % del capital de Air France, es una filial al 100 % de la Caisse des dépôts et consignations (en lo sucesivo, «Caisse»), establecimiento público especial constituido por Ley.
- 5 A mediados de diciembre de 1992, la CDC-P comunicó que estaba dispuesta a garantizar el buen fin de las operaciones proyectadas. Después de que la CDC-P y Air France fijaran los detalles de dichas operaciones a principios del año 1993, el consejo de administración de esta última, durante su reunión de 17 de febrero de 1993, adoptó las modalidades del mismo.

6 Por consiguiente, durante su reunión de 24 de marzo de 1993, la junta extraordinaria de accionistas de Air France decidió emitir, hasta un importe máximo por un total de 1.500 millones de FF:

— obligaciones convertibles en acciones (ORA) por importe aproximado de 750 millones de FF;

— títulos subordinados de interés progresivo con certificados para comprar acciones (TSIP-BSA) también por importe aproximado de 750 millones de FF.

7 La casi totalidad de dichos títulos, emitidos por Air France en abril de 1993, fue suscrita por la CDC-P (el 99,7 % de las ORA y el 99,9 % de los TSIP-BSA), dado que el Estado francés, accionista principal de Air France, decidió desistir. Se admitió la suscripción por parte de algunos inversores privados extranjeros en proporción a su participación en el capital de Air France, es decir, 0,132 % en aquel momento, lo que corresponde a un valor en títulos de aproximadamente 2 millones de FF.

8 Los títulos emitidos son nominativos y no cotizan en Bolsa.

9 Tienen las siguientes características.

10 Hasta el 1 de enero de 2000, las ORA se retribuyen con arreglo a un interés fijo (4 %) y a un interés variable que depende de los resultados de Air France, siendo el interés actuarial global esperado del 6,5 % anual. Cada ORA será reembolsada obligatoriamente mediante la conversión en una acción, el 1 de enero de 2000 a más tardar, pudiendo solicitar el titular la conversión de sus obligaciones en

acciones en cualquier momento antes de dicha fecha. La tasa interna de rendimiento de la inversión, calculada por la CDC-P teniendo en cuenta los intereses y el aumento esperado del valor de las acciones, es del 14 %.

- 11 Los TSIP son de duración indeterminada. Se prevé su reembolso en caso de liquidación o de disolución de Air France y sólo se efectuará después de todos los acreedores privilegiados y no privilegiados, pero antes de las ORA. No obstante, Air France podrá reembolsar anticipadamente los TSIP a partir del 1 de enero de 2000. Hasta el 1 de enero de 2000, los TSIP devengan intereses a tipos fijos y progresivos (del 5,5 % al 8,5 %), siendo el interés actuarial medio del 7 %. A partir de dicha fecha, el interés pasa a ser variable y se incrementa con un tipo progresivo. Air France puede suspender el pago de los intereses en caso de que el grupo incurra en pérdidas consolidadas superiores al 30 % de sus fondos propios. Cada TSIP emitido lleva anexo un BSA que es independiente de éste y que —al igual que las ORA y los TSIP— puede ser objeto de cesión o de transmisión. El titular puede convertir el BSA en acciones en cualquier momento hasta el 1 de enero de 2000. Los BSA no convertidos en dicha fecha caducarán. La tasa interna de rendimiento de la inversión durante el período comprendido entre 1993 y 1999, calculado por la CDC-P, es del 11,5 %.
- 12 Al tener conocimiento, en particular a través de la prensa, de que el Gobierno francés planeaba aportar fondos a Air France, la Comisión dirigió el 1 de marzo de 1993 a las autoridades francesas un escrito en el que les solicitaba que aportaran informaciones respecto de las medidas contempladas para cubrir el déficit del grupo Air France. Mediante nota de 22 de abril de 1993, el Gobierno francés contestó señalando que las dos emisiones de títulos antes citadas habían sido garantizadas por la CDC-P. Como consecuencia de una reunión informativa en la que participaron, en mayo de 1993, funcionarios de la Comisión, representantes del Gobierno francés y representantes de Air France, la suscripción de los títulos por parte de la CDC-P se inscribió el 19 de julio de 1993 en el registro de ayudas no notificadas de la Comisión. Mediante escrito de 7 de diciembre de 1993, la Comisión indicó al Gobierno francés que había decidido, el 10 de noviembre de 1993, iniciar el procedimiento previsto en el apartado 2 del artículo 93 del Tratado.

- 13 Mediante escrito de 7 de enero de 1994, las autoridades francesas se pronunciaron del siguiente modo:
- la intervención financiera de que se trata no fue notificada a la Comisión porque no se consideró que constituyera una ayuda de Estado;
  - la Caisse y la CDC-P son entidades independientes del Gobierno francés;
  - la CDC-P decidió invertir en Air France en un momento en el que la situación de Air France era comparable a la de sus competidores y en el que las perspectivas eran, en términos generales, optimistas; por lo tanto, la CDC-P se comportó como un inversor perspicaz;
  - las condiciones de suscripción eran atractivas, como lo confirma la participación en la operación de inversores privados extranjeros cuyas solicitudes de suscripción no pudieron ser totalmente satisfechas, pues para ello hubiera sido necesaria una privatización parcial de Air France;
  - la inversión tuvo como único objetivo contribuir a la reestructuración de Air France y se vinculó al plan de reestructuración de octubre de 1992 (PRE 1).
- 14 Durante el año 1993, Air France emitió otras tres clases de títulos, esto es, obligaciones por valor de 1.500 millones de FF a un tipo de interés del 8,25 % en febrero, obligaciones por valor de 1.500 millones de FF en junio y un empréstito por valor de 300 millones de FF en octubre, los cuales, al parecer, fueron suscritos en su totalidad por el sector privado.
- 15 En lo referente a las ORA y a los TSIP-BSA, el 27 de julio de 1994, la Comisión adoptó la Decisión 94/662/CE relativa a la suscripción por CDC-Participations de obligaciones emitidas por Air France (DO L 258, p. 26; en lo sucesivo, «Decisión impugnada» o «Decisión»).

- 16 En dicha Decisión, afirmó en primer lugar que, a pesar del plan de reestructuración CAP'93 y de la aportación de casi 6.000 millones de FF en 1991 y en 1992, la situación de Air France había seguido deteriorándose, al haber registrado Air France en 1992 por tercera vez consecutiva un resultado neto negativo, que fue con mucho el mayor (menos 3.200 millones de FF), encontrándose en peor situación que las demás compañías europeas importantes.
- 17 Seguidamente, señaló que la Caisse es una entidad pública francesa cuyos directores son nombrados por el Gobierno francés. La CDC-P, una de sus filiales al 100 %, no goza de autonomía respecto de la Caisse, que a su vez es controlada por los poderes públicos franceses. La aportación de capital es, pues, un acto imputable al Gobierno francés. Por consiguiente, la citada actividad inversora de la Caisse y de la CDC-P se llevó a cabo bajo presión del Estado.
- 18 En particular, la Comisión examinó si la operación financiera controvertida se había efectuado en circunstancias que habrían sido admisibles para un inversor privado que operase en las condiciones normales de la economía de mercado. Consideró que se dan estas circunstancias cuando un número considerable de accionistas privados minoritarios participan en la transacción proporcionalmente a las acciones que poseen. Sin embargo, la participación de estos inversores privados debería tener un peso económico significativo. Ahora bien, estimó que en aquel caso las participaciones de los accionistas privados de Air France representaban sólo el 0,132 % de su capital y la cantidad de títulos que suscribieron resultaba insignificante. Además, la Comisión no atribuyó una importancia decisiva al hecho de que las solicitudes formuladas por los inversores privados extranjeros no pudieran satisfacerse totalmente. En efecto, los títulos que dichos inversores privados pretendían suscribir sólo representaban un pequeño porcentaje (3,3 %) del total.
- 19 En cuanto a la fecha en la que se otorgó la ayuda, la Comisión la fijó en el momento en que se suscribieron las obligaciones, es decir, en abril de 1993, debido a que la CDC-P no estaba legalmente obligada a suscribir la emisión antes de dicha fecha. En cualquier caso, la fecha no pudo ser anterior al 17 de febrero de 1993, fecha en la que el consejo de administración de Air France fijó las modalidades de la inversión y propuso emitir los títulos. Cuando se tomó la decisión de invertir

(es decir, como muy pronto, el 17 de febrero de 1993), la CDC-P debía conocer el acusado deterioro de la estructura financiera de Air France. Seguramente fue informada del incremento de las pérdidas de la compañía en 1992 (3.200 millones de FF en 1992, después de los 685 millones de FF de 1991 y de los 717 millones de FF de 1990) y debió de sentirse seriamente preocupada por el crítico endeudamiento de la compañía.

20 En este contexto, la Comisión examinó las características de los títulos emitidos para comprobar que se ajustasen a las condiciones del mercado. Calificó las ORA como «ampliación de capital diferida» y añadió que estas consideraciones eran también válidas para los TSIP-BSA. Después de afirmar que el inconveniente de los TSIP-BSA reside en las malas condiciones de reembolso en caso de disolución de la empresa, motivo por el cual «este tipo de obligaciones no son muy comunes en los mercados de capitales», la Comisión señaló que el rendimiento tanto de las ORA como de los TSIP-BSA depende en gran medida del comportamiento de Air-France. Además, subrayó que el cálculo de las tasas internas de rendimiento de los títulos efectuado por la CDC-P había sido demasiado optimista. Si la CDC-P hubiera tenido en cuenta la debilidad de las perspectivas financieras a medio y largo plazo, debería haber llegado a la conclusión de que el valor de las futuras acciones obtenidas en concepto de reembolso sería nulo. La Comisión dedujo de ello que un inversor privado perspicaz no hubiera estado dispuesto a suscribir un acuerdo económico importante con Air France, como lo hizo CDC-P.

21 Consideró que, en el caso de empresas deficitarias como Air France, un inversor a largo plazo basaría su decisión en un plan de reestructuración coherente. Pues bien, en el caso de autos, la ayuda no estaba vinculada directamente al PRE 1. En todo caso, el PRE 1 no era suficiente, ni siquiera a largo plazo, para garantizar la viabilidad financiera y económica de Air France, en la medida en que, ante todo, tenía por objetivo reducir los costes de explotación y los gastos financieros, sin enfrentarse con suficiente vigor a los demás elementos económicos, que se suponía permanecerían constantes, y sin prever otras medidas de reestructuración en caso de degradación adicional de la situación económica de Air France. Según la Comisión, la CDC-P tuvo que ser consciente, en el momento de su inversión, de las debilidades estructurales del PRE 1.



22 La totalidad de los elementos antes mencionados condujeron a la Comisión a considerar que un inversor privado razonable no hubiera invertido 1.500 millones de FF en Air France a la vista de la reciente debilidad de sus resultados de explotación y de su rendimiento financiero, de su incapacidad para llevar a cabo el programa de reestructuración CAP'93 y de la inaptitud manifiesta del PRE para remediar la situación. Por lo tanto, en último análisis, consideró que la aportación de capital controvertida constituía una ayuda a la explotación destinada a ayudar a Air France a superar temporalmente su crisis financiera.

23 A continuación manifestó:

- que la ayuda de que se trata falsea la competencia y, por su propia naturaleza, afecta a los intercambios entre Estados miembros y en todo el Espacio Económico Europeo (EEE);
- que no está incluida en ninguno de los casos previstos en el apartado 2 del artículo 92 del Tratado o en el apartado 2 del artículo 61 del Acuerdo EEE;
- que tampoco puede considerarse que sea, conforme al apartado 3 del artículo 92 del Tratado o al apartado 3 del artículo 61 del Acuerdo EEE, compatible con el mercado común.

24 Por consiguiente:

- decidió que la suscripción efectuada por CDC-P, por importe de 1.497.415.290 FF, de las ORA y los TSIP-BSA emitidos por Air France en abril de 1993 constituye una ayuda de Estado ilegal y es incompatible con el mercado común (artículo 1 de la Decisión);
- requirió a la República Francesa para que ordenara la devolución de dicha ayuda de 1.497.415.290 FF, deducidos los intereses ya abonados por Air France a CDC-P (artículo 2).

- 25 Conforme a su artículo 4, la Decisión fue notificada al Gobierno francés el 9 de agosto de 1994.
- 26 Por otra parte, el 27 de julio de 1994, la Comisión adoptó la Decisión 94/653/CE relativa a la ampliación de capital notificada de Air France (DO L 254, p. 73), en la cual considera compatible con el mercado común y el Acuerdo EEE una ayuda de Estado que se concederá a Air France en forma de una ampliación de capital de 20.000 millones de FF. Alude a la suscripción, por parte de la CDC-P, de las ORA y de los TSIP-BSA emitidos por Air France en abril de 1993. Considera que las ORA son «cuasi-capital». En cuanto a los TSIP-BSA, subraya que el suscriptor no tiene ninguna obligación de convertirlos y que parecería más indicado, si fuera necesario clasificar este tipo de instrumento financiero, considerarlos deudas.
- 27 Esta otra Decisión de 27 de julio de 1994 fue impugnada por varias compañías aéreas (British Airways y otros/Comisión, T-371/94, y British Midland/Comisión, T-394/94).

## Procedimiento

- 28 Mediante escrito presentado en la Secretaría del Tribunal de Primera Instancia el 26 de octubre de 1994, Air France interpuso el presente recurso. Visto el informe del Juez Ponente, el Tribunal de Primera Instancia (Sala Segunda ampliada) decidió iniciar la fase oral sin previo recibimiento a prueba. No obstante, decidió acordar diligencias de ordenación del procedimiento que consistieron en pedir a las partes que aportaran determinados documentos y respondieran a diversas preguntas. Durante la vista de 26 de junio de 1996, se oyeron los informes orales de las partes, así como sus respuestas a las preguntas formuladas por el Tribunal de Primera Instancia.

29 La República Francesa interpuso ante el Tribunal de Justicia un recurso paralelo dirigido contra la misma Decisión (C-282/94). El Tribunal de Justicia suspendió el procedimiento mediante auto de 4 de abril de 1995.

30 La parte demandante solicita al Tribunal de Primera Instancia que:

— Declare que la Comisión ha infringido, en la Decisión impugnada, las disposiciones de los artículos 92 y 190 del Tratado y anule, por consiguiente, dicha Decisión.

— Condene en costas a la Comisión.

La Comisión solicita al Tribunal de Primera Instancia que:

— Desestime el recurso.

— Condene en costas a la parte demandante.

### **Sobre la admisibilidad**

31 La Comisión no discute la admisibilidad del recurso. En efecto, aunque la Decisión impugnada se dirige únicamente a la República Francesa, afecta directa e individualmente, en el sentido del párrafo cuarto del artículo 173 del Tratado CE, a la demandante, Air France, en su calidad de beneficiaria de la ayuda de que se trata (sentencia del Tribunal de Justicia de 13 de marzo de 1985, Países Bajos y Leeuwarder Papierwarenfabriek/Comisión, asuntos acumulados 296/82 y 318/82, Rec. p. 809, apartado 13).

32 Según jurisprudencia reiterada del Tribunal de Justicia (véase, por ejemplo, la sentencia de 13 de julio de 1989, Jaenicke Cendoya/Comisión, 108/88, Rec. p. 2711, apartados 8 y 9), no pueden admitirse las pretensiones dirigidas a que el Juez comunitario reconozca el fundamento de los motivos invocados en apoyo de un recurso de anulación. Por consiguiente, debe declararse la inadmisibilidad, como tales, de las pretensiones en las que la demandante solicita al Tribunal de Primera Instancia que declare que la Comisión ha infringido, en la Decisión impugnada, las disposiciones de los artículos 92 y 190 del Tratado.

### Sobre el fondo

33 En apoyo de su recurso, la demandante invoca dos motivos. El primero se basa en una infracción del artículo 92 del Tratado, relacionada con la circunstancia de que la Comisión, al calificar de ayuda de Estado la inversión de la CDC-P en Air France, cometió errores manifiestos en la aplicación de dicha disposición. El segundo se basa en la violación, por parte de la Comisión, de su deber de motivación establecido en el artículo 190 del Tratado.

#### 1. *Sobre el motivo basado en una violación del artículo 92 del Tratado*

34 En el marco de su primer motivo, la demandante formula varias imputaciones. En efecto, critica a la Comisión haber cometido errores manifiestos en la aplicación del artículo 92 del Tratado.

35 Afirma que la calificación de ayuda de Estado formulada en la Decisión impugnada se basa en errores de análisis por lo que respecta a:

- los estatutos de la Caisse y de la CDC-P;
- la fecha en que la CDC-P tomó la decisión de invertir;

- el contexto de la decisión de inversión de la CDC-P;
- el alcance de las suscripciones de varios accionistas privados de Air France y el alcance de otras inversiones privadas en Air France;
- la aplicación del principio del inversor privado perspicaz respecto de las características de los títulos emitidos.

36 En las circunstancias del caso de autos, el Tribunal de Primera Instancia considera que procede subdividir dicho motivo en dos partes: la primera se basa en la falta de carácter estatal de la inversión objeto de litigio y la segunda, en la aplicación incorrecta, por parte de la Comisión, del criterio relativo al comportamiento normal de un inversor privado perspicaz respecto de la misma inversión, debiéndose señalar que la demandante formula, en este contexto, toda una serie de alegaciones diferentes.

*En cuanto a la primera parte del primer motivo*

Alegaciones de las partes

37 La demandante sostiene que la Comisión afirmó erróneamente, en la Decisión impugnada, que la CDC-P no es autónoma con respecto a la Caisse, que a su vez está sujeta al control de los poderes públicos franceses, y que la inversión controvertida fue efectuada, bajo presión del Estado. Subraya que, en realidad, tanto la Caisse como la CDC-P son independientes del Gobierno francés.

38 A este respecto, invoca en primer lugar el estatuto particular de la Caisse que, establecida por los artículos 110 y 115 de la loi sur les finances de 28 de abril de 1816, se califica como «entidad especial» y se sitúa «bajo supervisión y garantía de la

autoridad legislativa». Pues bien, al ser independiente la autoridad legislativa del poder ejecutivo, no puede considerarse que la Caisse sea una entidad controlada por los poderes públicos franceses. La alegación que la Comisión deduce —para ilustrar la dependencia de la Caisse respecto del Estado francés— del modo de nombramiento, por el Gobierno francés, de los directivos de la Caisse no es pertinente. En efecto, la inamovilidad del Director General de la Caisse —sujeto, con arreglo a la citada Ley de 1816, sólo al control de una comisión de vigilancia independiente que representa a la «autoridad legislativa»— tiene por objeto garantizar la independencia del Director General frente a cualquier presión del poder ejecutivo.

39 A continuación, la demandante subraya que la «sección general» de la Caisse, que comprende sus actividades competitivas como banco e inversor, no está sujeta al control de Derecho común ejercido por la Cour des comptes francesa, institución encargada del control financiero de la Administración y de sus entes. Por el contrario, sus cuentas están sometidas al control de auditores de cuentas independientes que ejercen su función en las circunstancias de Derecho común aplicables a las sociedades mercantiles. La Comisión no tiene en cuenta la dualidad de las misiones encomendadas a la Caisse, que se traduce en una separación total de sus actividades entre la «sección general» y la gestión de los fondos de ahorro, estando esta última, por su parte, estrictamente reglamentada, en la medida en que se efectúa por cuenta del Estado. Pues bien, los fondos utilizados por la CDC-P para la suscripción objeto de litigio eran fondos propios de la Caisse, inscritos en el balance de la sección general, que no están sujetos a ninguna obligación legal o reglamentaria de consulta o autorización previa, o de aprobación *a posteriori*, por parte de las autoridades del Estado.

40 La demandante señala también que la forma en que se efectúan los controles administrativos y jurisdiccionales ejercidos sobre la Caisse y el régimen contable y fiscal de ésta prueban la falta de una influencia determinante de las autoridades políticas estatales sobre su funcionamiento.

41 En cuanto a la CDC-P, filial al 100 % de la Caisse, la demandante sostiene que también opera de modo independiente respecto del Gobierno francés. La mencio-

nada suscripción de los títulos emitidos por Air France estaba comprendida en su objeto social. Realiza una actividad especulativa de capital-riesgo que tiene por objeto ante todo la rentabilidad y no puede compararse al comportamiento de una institución que garantiza una tarea de interés general. Añade que, conforme a los estatutos de la CDC-P, los administradores de esta última son nombrados por la junta general de accionistas y separados por ella con arreglo a los requisitos de Derecho común aplicables a las sociedades mercantiles. Entre los miembros del consejo de administración de la CDC-P figuran personalidades del mundo económico ajenos tanto al grupo de la Caisse como a la Administración estatal.

42 No obstante, la demandante no discute el hecho de que, aunque la decisión formal de invertir en Air France fue tomada en última instancia por la CDC-P, la inversión se efectuó con el impulso determinante de su accionista mayoritario, la Caisse, y con los fondos que ésta le proporcionó.

43 En Derecho, critica a la Comisión por dar una interpretación extensiva a los términos «otorgadas por los Estados o mediante fondos estatales» mencionados en el artículo 92 del Tratado, al considerar que la mera influencia ejercida por el Estado sobre un agente económico puede conducir a la calificación de ayuda de Estado, incluso cuando las cantidades empleadas en la inversión de que se trata no proceden de los fondos estatales. Esta interpretación es incompatible con el tenor de dicho artículo, que es de aplicación estricta. Los requisitos establecidos por el artículo 92 del Tratado no se cumplen cuando, como en el caso de autos, la ayuda objeto de litigio no ha sido otorgada ni por el Estado ni mediante fondos estatales. La CDC-P suscribió las obligaciones objeto de litigio empleando fondos de origen privado, que la Caisse puso a su disposición.

44 La demandante subraya el origen privado de los fondos gestionados por la Caisse. En efecto, conforme a la normativa nacional aplicable, los fondos gestionados por la Caisse proceden de depósitos voluntarios de los particulares o de depósitos de las cajas de ahorro. Por lo tanto, al gestionar fondos privados, la Caisse adopta, respecto de los fondos de la «sección general», cuya gestión es libre al contrario que la de los fondos de ahorro, un comportamiento de inversor en función de la

evolución de los mercados. La demandante afirma también que los ahorradores privados tienen la posibilidad de retirar en cualquier momento los depósitos gestionados por la Caisse, lo que constituye una diferencia importante en relación con los fondos públicos, que proceden de los impuestos y de los que pueden disponer libremente los poderes públicos.

45 Llega a la conclusión de que, al constituir fondos privados los recursos gestionados por la Caisse, las cantidades que ésta pone a disposición de la CDC-P no pueden calificarse como fondos estatales. En efecto, la operación imputada en el caso de autos no supuso ni una transferencia directa o indirecta de fondos estatales, ni una carga pecuniaria para el Estado. Respecto de esta cuestión, la demandante se remite a las sentencias del Tribunal de Justicia de 24 de enero de 1978, Van Tiggele (82/77, Rec. p. 25, apartado 25); de 17 de marzo de 1993, Sloman Neptun (asuntos acumulados C-72/91 y C-73/91, Rec. p. I-887, apartado 21), y de 30 de noviembre de 1993, Kirsammer-Hack (C-189/91, Rec. p. I-6185, apartados 17 y 18).

46 Refiriéndose a las sentencias de 21 de marzo de 1991, Italia/Comisión (C-303/88, Rec. p. I-1433), y de 2 de febrero de 1988, Van der Kooy y otros/Comisión (asuntos acumulados 67/85, 68/85 y 70/85, Rec. p. 219), y a las conclusiones del Abogado General en este último asunto (p. 240), subraya que ni la Caisse ni la CDC-P actuaron en el caso de autos siguiendo órdenes o bajo la influencia predominante o efectiva del Estado. Puesto que la Caisse y la CDC-P no son ni entes estatales ni organismos privados controlados por el Estado y al adoptarse sus decisiones con independencia de cualquier instrucción previa o aprobación *a posteriori* del Estado, la Comisión no podía calificar como ayuda de Estado la suscripción, por parte de la CDC-P, de las obligaciones emitidas por Air France en abril de 1993.

47 En primer lugar, la Comisión recuerda la jurisprudencia del Tribunal de Justicia conforme a la cual la prohibición del apartado 1 del artículo 92 del Tratado comprende la totalidad de las ayudas otorgadas por los Estados miembros, sin que proceda distinguir entre aquellos casos en los que el Estado concede directamente la ayuda y aquellos otros en los que la ayuda la conceden organismos públicos o privados que el Estado designa para gestionar la ayuda (sentencia Van der Kooy/Comisión, antes citada, apartado 35). En el caso que nos ocupa, la función de la



Caisse es, conforme a las disposiciones nacionales aplicables, administrar fondos públicos y privados, que con frecuencia son depositados en virtud de una obligación legal o reglamentaria. Además, el destino de los fondos gestionados por la Caisse, al igual que la retirada de los depósitos, se rigen por normas legales o reglamentarias.

48 A este respecto, la Comisión recuerda la sentencia del Tribunal de Justicia de 2 de julio de 1974, Italia/Comisión (173/73, Rec. p. 709, apartado 35), conforme a la cual, cuando los fondos de que se trata se nutren, por una parte, de cotizaciones obligatorias impuestas por la legislación nacional y, por otra, están gestionados y distribuidos conforme a dicha legislación, han de considerarse como fondos de carácter estatal, aun cuando sean administrados por organismos distintos de la autoridad pública. Afirma que procede considerar que los depósitos efectuados en la Caisse conforme a obligaciones legales y reglamentarias son cotizaciones obligatorias en el sentido de dicha sentencia. En cualquier caso, estima que no es necesario probar que son los fondos cuyo empleo está previsto en la normativa los que constituyen específica y explícitamente las medidas de ayuda (sentencia de 21 de marzo de 1991, Italia/Comisión, antes citada, apartado 14). Por lo tanto, las cantidades depositadas en la Caisse no pueden considerarse fondos privados.

49 La Comisión subraya la intervención del Estado en el nombramiento del personal directivo de la Caisse. Así, conforme a las disposiciones nacionales en vigor, el Presidente de la República, previo informe del Ministro de Economía y Hacienda, nombra al Director General de la Caisse. La circunstancia de que, en el momento de los hechos, el Presidente de la República sólo pudiera decidir el cese del Director General a petición de la Comisión de Vigilancia no disminuye el papel del Estado, en la medida en que la casi totalidad de los miembros de dicha Comisión pertenece al aparato del Estado. El nombramiento de los demás directivos de la Caisse y de los administradores civiles se efectúa en el seno del Gobierno, y el personal titular está sujeto al estatuto general de la función pública. Por lo tanto, no puede quedar duda alguna acerca del papel determinante de los poderes públicos en el funcionamiento de la Caisse.

50 En cuanto a la Comisión de Vigilancia, la Comisión precisa que, aunque ésta representa a la autoridad legislativa, esta circunstancia no contradice la tesis de la subordinación de la Caisse al Estado. En efecto, el Estado es responsable a efectos del

Derecho comunitario, cualquiera que sea el órgano que ha dado lugar al incumplimiento. Con arreglo a la jurisprudencia del Tribunal de Justicia en otros ámbitos, cuando el Estado interviene, es indiferente en qué calidad actúa (sentencias de 26 de febrero de 1986, Marshall, 152/84, Rec. p. 723, apartado 49, y de 15 de mayo de 1986, Johnston, 222/84, Rec. p. 1651, apartado 56). Por lo tanto, no se puede negar que las intervenciones de la Caisse deben considerarse intervenciones estatales, sin importar de qué sección proceden los fondos utilizados para una operación determinada.

51 La Comisión llega a la conclusión de que, cualquiera que sean sus particularidades, la Caisse, ente público, está comprendida en las disposiciones del Tratado relativas a las ayudas de Estado. Aunque, teóricamente, la Caisse esté sujeta a la autoridad del poder legislativo, no es posible que sus actividades eludan el control comunitario de las ayudas de Estado. Por ser un ente público, no cabe discutir que sus actividades son imputables al Estado.

52 En su escrito de réplica, la demandante refuta la pertinencia de las sentencias de 2 de julio de 1974 y de 21 de marzo de 1991, Italia/Comisión, antes citadas, invocadas por la Comisión para intentar demostrar que los fondos utilizados por la CDC-P eran fondos estatales. En efecto, por una parte, al ser privados los fondos que la Caisse puso a disposición, no es posible en modo alguno considerarlos «fondos de dotación» otorgados por el Estado; por otra parte, estos fondos privados, que representan créditos líquidos y exigibles de los depositantes de la Caisse, no son en modo alguno «cotizaciones obligatorias» impuestas por la legislación estatal y no pueden, por consiguiente, calificarse como fondos estatales.

53 La demandante añade que la Comisión de Vigilancia es una verdadera instancia de control que ejerce una influencia efectiva sobre las decisiones del Director General de la Caisse. En cualquier caso, la Comisión no ha aportado ninguna prueba de que la decisión de la Caisse de poner una parte de sus fondos propios a disposición de la CDC-P para la inversión objeto de litigio no fuera controlada por la Comisión de Vigilancia.

- 54 Además, el concepto de «aparato del Estado» utilizada por la Comisión procede de una generalización abusiva del concepto de autoridad estatal en el sentido del artículo 92 del Tratado. En efecto, las únicas autoridades estatales que pueden decidir la concesión de una ventaja económica que pueda constituir una ayuda de Estado son las que disponen de poderes políticos que les permiten tomar medidas de interés general, es decir, el Gobierno y la Administración central del Estado encargada de aplicar las orientaciones de política económica que éste ha fijado.

### Apreciación del Tribunal de Primera Instancia

- 55 Procede examinar si la Comisión podía considerar correctamente que la inversión objeto de litigio efectuada por CDC-P fue el resultado de un comportamiento imputable al Estado francés (sentencia de 21 de marzo de 1991, Italia/Comisión, antes citada, apartado 11).
- 56 El apartado 1 del artículo 92 del Tratado y el apartado 1 del artículo 61 del Acuerdo EEE se refieren a las ayudas otorgadas por los Estados o mediante fondos estatales, «bajo cualquier forma». Por consiguiente, la interpretación de estas disposiciones, en lugar de basarse en criterios formales, debe inspirarse en la finalidad de dichas disposiciones que, conforme a la letra g) del artículo 3 del Tratado, tienen por objeto garantizar que no se falsee la competencia. De ello se deduce que deben aplicarse las citadas disposiciones a todas las subvenciones que amenazan el juego de la competencia y emanan del sector público, sin que sea necesario que dichas subvenciones sean otorgadas por el Gobierno o por la Administración central de un Estado miembro (véase, en este sentido, la sentencia del Tribunal de Justicia de 21 de marzo de 1991, Italia/Comisión, C-305/89, Rec. p. I-1603, apartado 13, y sentencia Sloman Neptun, antes citada, apartado 19).
- 57 En el caso de autos, el examen del Tribunal de Primera Instancia puede limitarse únicamente al estatuto de la Caisse. En efecto, aunque la suscripción de los títulos de que se trata fuera efectuada formalmente por la CDC-P, sociedad anónima de Derecho privado, la demandante ha admitido expresamente (réplica, punto 12) que

dicha «inversión fue realizada gracias al impulso determinante de su accionista mayoritario [la Caisse], y con los fondos que ésta aportó». De ello se deduce que la suscripción de que se trata es, en todo caso, imputable a la Caisse. Por consiguiente, carece de pertinencia la alegación formulada por la demandante a propósito de la supuesta independencia de la CDC-P.

58 Por lo que respecta a la Caisse, procede recordar que fue creada por la Loi sur les finances de 1816 como «entidad especial» sometida «a la vigilancia y garantía de la autoridad legislativa», que sus funciones —que incluyen, en particular, la administración de fondos públicos y privados constituidos por depósitos obligatorios— se rigen por disposiciones legales y reglamentarias y que el Presidente de la República nombra a su Director General, efectuándose el nombramiento de sus demás directivos en el seno del Gobierno.

59 Estos elementos bastan para justificar que se considere que la Caisse pertenece al sector público. Ciertamente, está vinculada únicamente a la «autoridad legislativa». No obstante, el poder legislativo es uno de los poderes constitucionales de un Estado, de modo que su comportamiento es necesariamente imputable a éste.

60 Este razonamiento queda corroborado por la jurisprudencia del Tribunal de Justicia en materia de incumplimiento de Estado en el sentido del artículo 169 del Tratado, según la cual se genera la responsabilidad de un Estado miembro, cualquiera que sea el órgano estatal cuya acción u omisión ha originado el incumplimiento, «incluso cuando se trata de una institución constitucionalmente independiente» (sentencia de 5 de mayo de 1970, Comisión/Bélgica, 77/69, Rec. p. 237, apartado 15). Esta apreciación es igualmente aplicable al sector del control de las ayudas de Estado, al haber reconocido el Tribunal de Justicia, en efecto, que la vía establecida en el párrafo segundo del apartado 2 del artículo 93 del Tratado no es más que una variante del recurso por incumplimiento, específicamente adaptada a los problemas particulares que plantean a la competencia en el mercado común las ayudas estatales (sentencia de 14 de febrero de 1990, Francia/Comisión, C-301/87, Rec. p. I-307, apartado 23).

- 61 De todo lo que antecede se desprende que la Comisión podía calificar correctamente a la Caisse como una entidad perteneciente al sector público, cuyo comportamiento es imputable al Estado francés.
- 62 Este resultado no es rebatido por las alegaciones basadas en la autonomía jurídica de la Caisse respecto de las autoridades públicas estatales, en la inamovilidad de su Director General sujeto sólo al control de una Comisión de Vigilancia independiente, en el estatuto específico de la Caisse respecto de la Cour des comptes, así como en su régimen contable y fiscal particular. En efecto, se trata de elementos que atañen a la organización interna del sector público, y la existencia de normas que garantizan la independencia de un organismo público respecto de otros organismos no pone en tela de juicio el principio mismo del carácter público de dicho organismo. El Derecho comunitario no puede admitir que el mero hecho de crear instituciones autónomas encargadas de la distribución de ayudas permita eludir las normas relativas a las ayudas de Estado.
- 63 En la medida en que, a continuación, la demandante discute el carácter de ayuda estatal de la inversión objeto de litigio subrayando el origen privado de los fondos gestionados por la Caisse y el hecho de que los depositantes de estos fondos pueden solicitar su devolución en cualquier momento, procede recordar que, con arreglo a la jurisprudencia del Tribunal de Justicia (sentencias Van Tiggele, antes citada, apartado 25, y de 13 de octubre de 1982, Norddeutsches Vieh-und Fleischkontor, asuntos acumulados 213/81, 214/81 y 215/81, Rec. p. 3583, apartado 22), para que pueda considerarse que la inversión objeto de litigio es una ayuda estatal, debe equivaler a una ventaja otorgada directa o indirectamente mediante fondos estatales, lo que presupone «que los recursos con cargo a los cuales se otorga la ayuda procedan del Estado miembro».
- 64 La demandante sostiene que los fondos depositados en la Caisse, debido a su carácter reembolsable, no son idénticos a las «cotizaciones obligatorias» analizadas en la sentencia de 2 de julio de 1974, Italia/Comisión, antes citada, porque sólo estas últimas quedan definitivamente a disposición del Estado. A este respecto, procede recordar que el Tribunal de Justicia manifestó, en dicha sentencia (apartados 33 a 35), que la desgravación parcial de las cargas económicas públicas que recaían sobre las empresas de un determinado sector industrial constituía una

ayuda en el sentido del artículo 92 del Tratado, en la medida en que la pérdida de ingresos a que daba lugar quedaba compensada con los recursos procedentes de cotizaciones obligatorias impuestas por la legislación del Estado.

65 Es cierto que el caso de autos se diferencia del supuesto particular objeto de la sentencia antes citada en que las cantidades depositadas en la Caisse no se ingresan a fondo perdido, sino que pueden ser retiradas por los depositantes. Por consiguiente, y contrariamente a los ingresos constituidos por impuestos o cotizaciones obligatorias, dichas cantidades no están permanentemente a disposición del sector público. No obstante, procede examinar en qué medida este estatuto jurídico de los fondos gestionados por la Caisse se refleja en la realidad económica, habida cuenta, en particular, de que el Derecho comunitario se refiere a las ayudas otorgadas mediante fondos estatales «bajo cualquier forma».

66 A este respecto, procede declarar que los ingresos y reintegros de fondos efectuados en la Caisse producen un saldo constante, que ésta puede utilizar como si los fondos correspondientes a dicho saldo quedasen definitivamente a su disposición. Por este motivo, la Caisse puede, pues, adoptar, como ha señalado la propia demandante, «un comportamiento de inversor en función de la evolución de los mercados» (demanda, punto 11), utilizando, bajo su propia responsabilidad, dicho saldo disponible.

67 El Tribunal de Primera Instancia considera que la inversión objeto de litigio, financiada mediante el saldo disponible en la Caisse, puede falsear la competencia en el sentido del apartado 1 del artículo 92 del Tratado, del mismo modo que si dicha inversión se hubiera financiado mediante ingresos constituidos por impuestos o cotizaciones obligatorias. Por lo tanto, dicha disposición comprende todos los medios económicos que el sector público puede efectivamente utilizar para apoyar a las empresas, independientemente de que dichos medios pertenezcan o no de modo permanente al patrimonio de dicho sector. Por consiguiente, el hecho de que los fondos utilizados por la Caisse fueran restituibles es irrelevante. Por lo demás, ningún elemento de los autos permite suponer que la realización de la inversión objeto de litigio se viera entorpecida por el carácter restituible de los fondos utilizados.

68 Por último, no se opone a esta conclusión la sentencia del Tribunal de Justicia de 30 de enero de 1985, Comisión/Francia (290/83, Rec. p. 439, apartado 15), en la que se declaró que «está comprendida en el artículo 92 del Tratado la ayuda que [...] ha sido decidida y financiada por una entidad pública, cuya ejecución está sujeta a la aprobación de los poderes públicos [...]». En efecto, dicha sentencia no debe interpretarse en el sentido de que la calificación de ayuda de Estado presupone siempre la existencia de una aprobación por parte de los poderes públicos, y ello incluso cuando la operación financiera de que se trate ha sido decidida y financiada por una entidad que ya pertenece, por sí misma, al sector público; el Tribunal de Justicia se limitó más bien a enunciar todos los factores que estaban efectivamente presentes en el asunto que le había sido sometido, para deducir de ello que, en cualquier caso, a dichos factores en su conjunto les era aplicable el apartado 1 del artículo 92 del Tratado. Por lo tanto, aunque el Gobierno francés no diera su aprobación a la inversión objeto de litigio efectuada por la Caisse, el hecho de que esta entidad perteneciente al sector público utilizara para dicha inversión unos fondos de los que podía disponer es suficiente, como se ha expuesto con anterioridad, para calificar la inversión de intervención estatal que puede constituir una ayuda en el sentido del apartado 1 del artículo 92 del Tratado.

69 De ello se deduce que no puede acogerse la primera parte del primer motivo.

*En cuanto a la segunda parte del primer motivo*

70 En la medida en que la demandante, basándose en varias alegaciones distintas, censura a la Comisión haber aplicado incorrectamente, en el caso de autos, el criterio relativo al comportamiento de un inversor privado perspicaz que opera en las condiciones normales de una economía de mercado, procede recordar en primer lugar que dicho criterio es una emanación del principio de igualdad de trato entre los sectores público y privado, conforme al cual los capitales que el Estado pone, directa o indirectamente, a disposición de una empresa, en circunstancias que se corresponden con las condiciones normales de mercado, no pueden ser considerados como ayudas de Estado (sentencia de 21 de marzo de 1991, Italia/Comisión, C-303/88, antes citada, apartado 20).

- 71 En segundo lugar, es necesario recordar que, en su sentencia de 29 de febrero de 1996, Bélgica/Comisión (C-56/93, Rec. p. I-723, apartados 10 y 11), el Tribunal de Justicia, al examinar los motivos basados, respectivamente, en un error manifiesto en la apreciación de los hechos y en una interpretación errónea del apartado 1 del artículo 92 del Tratado, consideró que el examen, por parte de la Comisión, de la cuestión de si una medida determinada puede calificarse de ayuda en el sentido del apartado 1 del artículo 92 del Tratado, porque el Estado miembro no ha actuado «como un operador económico ordinario», implica una valoración económica compleja. En el caso de autos, la aplicación que del criterio relativo al comportamiento normal de un inversor privado perspicaz efectuó la Comisión supuso igualmente valoraciones económicas complejas.
- 72 Pues bien, conforme a una jurisprudencia reiterada, la Comisión, cuando adopta un acto que implica apreciaciones de esta naturaleza, dispone de una facultad discrecional. El control jurisdiccional debe limitarse a comprobar el respeto de las normas de procedimiento y de motivación, la exactitud material de los hechos tenidos en cuenta para efectuar la elección impugnada, la falta de error manifiesto en la apreciación de dichos hechos o la inexistencia de desviación de poder (sentencia Bélgica/Comisión, antes citada, apartado 11).
- 73 Procede examinar las alegaciones formuladas por la demandante a la luz de las consideraciones precedentes.

En cuanto a la alegación basada en un análisis inexacto de la fecha en que CDC-P tomó la decisión de invertir.

#### — Alegaciones de las partes

- 74 La demandante afirma que la Comisión, al considerar en la Decisión impugnada únicamente la fecha de la suscripción efectiva por parte de la CDC-P de los títulos emitidos por Air France, esto es, el mes de abril de 1993, no tuvo en cuenta los plazos necesarios para la preparación y la ejecución de una operación tan compleja



como la emisión de ORA y de TSIP-BSA. En efecto, al haber contribuido la CDC-P a la preparación de dichas emisiones, estuvo asociada desde el inicio al proceso de elaboración de la financiación finalmente propuesta al público. Así pues, los primeros contactos entre Air France y la CDC-P tuvieron lugar en noviembre de 1992. En diciembre de 1992, después de un análisis favorable de las previsiones económicas a medio plazo determinadas por Air France, esta última y la CDC-P acordaron determinar previsiones económicas a largo plazo, que se ultimaron durante el mes de enero de 1993. El Consejo de Administración de la CDC-P fue informado oficialmente de la operación objeto de litigio en enero de 1993. En aquel momento la CDC-P comunicó a Air France una propuesta de suscripción hasta el total del importe de la oferta pública de ahorro proyectada, lo que para ella equivalía a garantizar el buen fin de la operación proyectada.

- 75 La demandante subraya que hasta que finalizó el primer trimestre de 1993 no se tuvo conocimiento del «acusado deterioro de la estructura financiera de Air France» aducido por la Comisión para justificar la calificación de la inversión objeto de litigio como ayuda de Estado. Ahora bien, los estudios de rentabilidad subyacentes a la decisión de invertir se realizaron tomando como base el balance a 30 de septiembre de 1992 —las únicas cifras disponibles a finales del año 1992— dado que el primer trimestre de 1993 sólo se llevaron a cabo la emisiones proyectadas. Por lo tanto, la suscripción en abril de 1993 sólo fue la conclusión formal del proceso que siguió a una decisión económica adoptada muy al principio del año 1993, cuando el deterioro financiero antes citado aún no se había producido.
- 76 La demandante considera que, al hacer prevalecer el aspecto formal de la inversión, es decir, la suscripción de abril de 1993, sobre la decisión real, la Comisión retrasó el momento de la apreciación económica de la operación cuatro meses respecto de la fecha real en que se tomó la decisión. Al proceder de este modo, la Comisión no respetó su propia doctrina en materia de competencia y ayudas de Estado, que propugna tomar en consideración la naturaleza económica de la operación y no su forma jurídica. Así pues, adoptó sin justificación la solución que era más favorable para sus intereses, sin tener en cuenta las realidades prácticas de la ejecución de una operación de oferta pública de ahorro.

77 La Comisión recuerda que, con arreglo a la Decisión impugnada, la fecha de la decisión de invertir de la CDC-P debía ser, conforme a las prácticas comerciales al uso, la de la suscripción efectiva en abril de 1993 y que, en cualquier caso, esta fecha no podía ser anterior al 17 de febrero de 1993. Al considerar que antes de dicha fecha no había podido tomarse ninguna decisión jurídicamente irrevocable, respetó la realidad de las facultades y de las influencias más allá de las formas puramente jurídicas. La nota dirigida el 7 de enero de 1994 por las autoridades francesas a la Comisión menciona claramente que «la CDC-P materializó en febrero de 1993 su decisión de suscribir» la emisión objeto de litigio.

— Apreciación del Tribunal de Primera Instancia

78 En la Decisión impugnada (p. 32), la Comisión efectuó las siguientes manifestaciones, de acuerdo con la información proporcionada por las autoridades francesas:

«[...] el consejo de administración de Air France fijó, previa negociación con CDC-P, los detalles de la emisión de obligaciones y propuso a los accionistas que aprobaran dicha emisión el 17 de febrero de 1993. La junta extraordinaria de accionistas aprobó la emisión de las obligaciones el 24 de marzo de 1993, así como la forma definitiva que iba a revestir la operación. De acuerdo con la práctica habitual, debe considerarse que la decisión de invertir de CDC-P tuvo lugar en el momento en que se suscribieron las obligaciones (es decir, abril de 1993). Las autoridades francesas no han demostrado que CDC-P estuviera obligada legalmente a suscribir la emisión antes de dicha fecha. En ausencia de acto jurídico vinculante, cualquier manifestación de CDC-P previa a la fecha de suscripción debe considerarse una mera declaración de intenciones. En cualquier caso, aun suponiendo que CDC-P tomara la decisión de invertir antes de abril de 1993, y que no pudiera volverse atrás de dicha decisión, la fecha relevante sería, como muy pronto, el 17 de febrero de 1993 (es decir, la fecha en que el consejo de administración propuso emitir las obligaciones). Antes de dicha fecha, no estaba fijada la forma definitiva que revestiría la emisión y, por consiguiente, CDC-P no disponía de información suficiente para adoptar una decisión definitiva ni para adquirir ningún compromiso.»

79 No puede considerarse que este razonamiento de la Comisión incurra en un error manifiesto de apreciación. En efecto, un inversor privado perspicaz no habría tomado, en circunstancias normales, una decisión que le obligase irrevocablemente

a efectuar una inversión de una cuantía como la del presente asunto o a garantizar su buen fin hasta que los detalles de tal inversión no se hubiesen fijado definitivamente. Por lo tanto, en el caso de autos, no habría adoptado tal decisión antes del 17 de febrero de 1993. En una situación como la que es objeto del presente litigio —en la que la suscripción, en abril de 1993, de los títulos objeto de litigio fue precedida de varios meses de negociaciones entre el emisor y el suscriptor—, un inversor privado perspicaz habría tenido la precaución, además, de observar atentamente, durante dicho período de negociación, la evolución económica y financiera de la empresa afectada por su proyecto de inversión. En el supuesto de que hubiera sucedido un acontecimiento negativo importante, no habría dudado en renunciar a este proyecto, mientras no estuviese jurídicamente obligado a llevarlo a cabo. Por lo tanto, la Comisión podía considerar acertadamente que la decisión de invertir se tomó en el caso de autos en abril de 1993 o, como muy pronto, el 17 de febrero de 1993.

80 En cuanto a la cuestión, planteada por la demandante, de cuáles eran los factores económicos y financieros pertinentes que un inversor privado perspicaz podía y debía tomar en consideración razonablemente en la fecha elegida, tal cuestión será examinada en el marco de la siguiente alegación.

81 Por consiguiente, debe desestimarse, en cualquier caso, la alegación basada en un análisis inexacto de la fecha en que se tomó la decisión de invertir.

En cuanto a la alegación basada en un análisis erróneo del contexto de la decisión de invertir de la CDC-P

— Alegaciones de las partes

82 La demandante censura a la Comisión no haber efectuado, en la Decisión impugnada, ningún análisis del contexto general del mercado del transporte aéreo en el momento de las operaciones objeto de litigio. Ahora bien, el análisis del contexto

inmediato de la inversión objeto de litigio no habría impedido a un inversor privado perspicaz tomar una decisión similar. En efecto, aunque las informaciones disponibles en la fecha pertinente demostraban que la situación de Air France se había deteriorado durante el ejercicio 1992, la CDC-P pudo fundadamente tener en cuenta diversos elementos que permitían esperar una rápida mejoría de la situación. Entre dichos elementos figura, en opinión de la demandante, la recuperación del tráfico aéreo experimentada por Air France durante el año 1992 (+ 11,2 % a finales de noviembre de 1992).

83 La demandante añade que la decisión de suscribir los títulos objeto de litigio estuvo ampliamente condicionada por la aplicación, en octubre de 1992, del plan de reestructuración (PRE 1) elaborado por Air France, que pretendía completar el plan CAP'93 y se fijaba como objetivo un retorno al equilibrio financiero a partir de 1994; por lo demás, la reestructuración de Air France se había iniciado hacía varios años. De este modo, aunque los resultados de Air France en 1992 no fueran los previstos, la CDC-P podía esperar una recuperación de la situación financiera en los años siguientes. En este contexto, el PRE 1 era el reflejo de una voluntad muy firme de la dirección de Air France de tomar las medidas que resultasen necesarias, con objeto de incrementar en 3.000 millones de FF la capacidad de autofinanciación anual, de continuar la reducción de plantilla para mejorar la productividad y de lanzar una acción comercial más agresiva. Por ello, la CDC-P tenía motivos para considerar que las reducciones masivas de empleo (5.000 en dos años), las medidas comerciales aplicadas para poner remedio a la disminución de los ingresos unitarios y los objetivos acumulados de los programas CAP'93 y PRE 1 (+ 4.500 millones de FF de mejora del excedente bruto de explotación en 1994) eran suficientes para hacer frente a las dificultades de Air France, aunque los plazos de ejecución de las medidas previstas por sus planes fueran considerables.

84 Seguidamente, la demandante señala que las perspectivas de recuperación de Air France esperadas a la vista de las medidas establecidas en el PRE 1 se veían reforzadas por las previsiones de evolución del mercado del transporte aéreo para el año 1993: por una parte, Air France proyectaba, a principios del año 1993, aumentar el transporte de pasajeros y carga; por otra, la compañía financiera Edmond de Rothschild Banque subrayaba, en un estudio realizado el 13 de enero de 1993 sobre una ampliación de capital de Air France, que el mercado del transporte aéreo, aunque deprimido, presentaba algunos signos esperanzadores a corto plazo para los inversores.

85 Al invocar, en particular, las insuficiencias de los planes de reestructuración aplicados por Air France, la Comisión basó la Decisión impugnada en circunstancias que los inversores no podían conocer en el momento de tomar la decisión de suscribir los títulos objeto de litigio. En efecto, el fracaso del plan PRE 1 fue el resultado de acontecimientos que tuvieron lugar durante el primer semestre del año 1993. Además, el programa de reestructuración CAP'93 todavía estaba vigente en abril de 1993 y la Comisión no pudo considerar que, en el momento de la suscripción controvertida, no se podían alcanzar los objetivos financieros del CAP'93. Igualmente, en el momento de la inversión objeto de litigio, la CDC-P no podía conocer ni la caída del transporte de pasajeros durante los cuatro primeros meses del año 1993, ni la situación financiera de Air France posterior al mes de septiembre de 1992.

86 En cuanto al contexto a medio y largo plazo de dicha inversión, la demandante subraya que las perspectivas futuras, tanto del sector de las compañías aéreas en general como de Air France en particular, permitían considerar que la participación en las emisiones de que se trata constituía una buena oportunidad financiera. Remitiéndose de nuevo al estudio realizado por la compañía Rothschild, señala en particular que dicho estudio subrayó que la «rentabilidad de las compañías, que habrán mejorado su productividad, debería crecer en gran medida en el momento de la recuperación económica», motivo por el cual «determinados analistas recomiendan globalmente el sector, en una perspectiva a largo plazo».

87 A este respecto, la demandante recuerda las ventajas de que disfrutaba Air France, esto es, el acceso privilegiado al aeropuerto Charles-de-Gaulle de Roissy-en-France, una red excepcional en Francia y a escala internacional, así como una estructura financiera al cierre del año 1992 comparable a la de sus principales competidores, e incluso más satisfactoria. En efecto, el endeudamiento de Air France era del orden del 33 % de su volumen de negocios, frente al 38 % de British Airways, el 41 % de Swissair o el 67 % de Japan Airlines. Del mismo modo, la tasa de resultado neta sobre volumen de negocios del grupo Air France era, al final del año 1992, totalmente comparable a la de sus competidores. La totalidad de estos datos condujeron al banco de negocios Lehman Brothers a subrayar el potencial de Air France al afirmar en un estudio publicado en septiembre de 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.»

88 Por otra parte, el análisis optimista de la evolución del mercado a largo plazo fue confirmado por la propia Comisión, quien en su Decisión 94/118/CE, de 21 de diciembre de 1993, relativa a una ayuda del Gobierno irlandés al grupo Aer Lingus (DO 1994, L 54, p. 30), afirmó que, a largo plazo, las previsiones para la industria de la aviación eran muy positivas y que se esperaban mejores resultados para los dos años próximos en caso de que la economía general consiguiese recuperarse (p. 38). Además, en su Decisión 94/653, de 27 de julio de 1994, antes citada, adoptada el mismo día que la Decisión impugnada y en la que se aprueba la ampliación de capital notificada de Air France, la Comisión precisó que, al haberse incrementado el transporte de pasajeros en un 14 % y un 9 % en 1992 y 1993, las perspectivas del sector europeo de la aviación eran bastante positivas a medio plazo (1994/1997), situándose probablemente en el 6 % el incremento anual del tráfico (p. 82).

89 La demandante subraya también que la Comisión adoptó en la Decisión impugnada una posición contraria a la que sostuvo a propósito de la emisión de ORA por Air France en julio de 1992; en efecto, entonces consideró que el hecho de poseer, en el año 2000, acciones de Air France era una «ventaja importante, habida cuenta de las perspectivas de desarrollo del grupo Air France y del aumento del valor de la compañía». La demandante afirma que, aunque es cierto que entre el mes de julio de 1992 y el inicio del año 1993 la situación de Air France se deterioró, no por ello disminuyeron las perspectivas a largo plazo de la empresa. Debido a las dificultades pasajeras encontradas durante este período, sólo se incrementó el riesgo asumido por los inversores, lo que se tradujo en un aumento de los beneficios abonados en el marco de las emisiones de abril de 1993 en relación con las de 1992.

90 La demandante deduce de ello que la Comisión no podía afirmar, en la Decisión impugnada, que un inversor normal no hubiera invertido en dicho sector ni podía reprochar a la CDC-P haber anticipado, desde el inicio del año 1993, esta evolución general del mercado del transporte aéreo. De este modo, la CDC-P, consciente de las dificultades financieras de Air France, tal y como se reflejaban en sus cuentas a 30 de septiembre de 1992, consideró que dichas dificultades sólo eran pasajeras y debían situarse en un contexto global favorable que, con el tiempo, conduciría a Air France hacia un retorno a la rentabilidad. Los inversores privados que suscribieron las obligaciones objeto de litigio coincidían también en dicho análisis.

- 91 En cualquier caso, en el momento en que tomó su decisión —en el que sólo estaban disponibles las cuentas de Air France a 30 de septiembre de 1992, puesto que el balance definitivo del ejercicio 1992 aún no se había publicado—, la CDC-P podía fundadamente tener en cuenta el resultado de explotación con beneficios realizado por el grupo Air France durante el ejercicio 1991 (213 millones de FF) y los resultados netos positivos obtenidos durante los ejercicios 1983 a 1989 (685 millones de FF en 1989). En este contexto, la demandante se remite a la sentencia del Tribunal de Justicia de 10 de julio de 1986, Bélgica/Comisión (234/84, Rec. p. 2263, apartado 15), según la cual un socio privado puede aportar razonablemente el capital necesario para asegurar la supervivencia de una empresa que atraviesa dificultades pasajeras, pero que, tras una eventual reestructuración, estaría en condiciones de recuperar su rentabilidad.
- 92 En primer lugar, la Comisión expone que no afirmó que un inversor privado no habría invertido en el sector del transporte aéreo. Más bien examinó la cuestión de si, a la vista de la situación financiera de Air France, un inversor privado habría invertido 1.500 millones de FF en el momento en que la CDC-P tomó la decisión. Pues bien, fue precisamente la falta de un plan de reestructuración válido lo que permitió contestar negativamente a dicha cuestión.
- 93 Es inexacto afirmar que la decisión de invertir de la CDC-P fuera adoptada teniendo en cuenta el programa de reestructuración CAP'93. En efecto, dicho programa fue sustituido, en octubre de 1992, por el plan PRE 1. Como se desprende de la nota de las autoridades francesas de 7 de enero de 1994, la inversión de la CDC-P se «inscribió precisamente en el marco de un plan de reestructuración significativo presentado en otoño de 1992 (plan de retorno al equilibrio)». En este sentido, la Comisión recuerda que, en la Decisión impugnada (pp. 33 y 34), analizó el PRE 1 detenidamente y lo consideró insuficiente para restablecer, incluso a largo plazo, la viabilidad económica de Air France. Al hacerlo, examinó el PRE 1 tal y como se había presentado en octubre de 1992 y no lo evaluó basándose en los acontecimientos posteriores a la decisión de invertir objeto de litigio.
- 94 Además, la demandante afirma erróneamente que sólo se podía disponer de las cuentas de Air France a 30 de septiembre de 1992 en el momento en que la CDC-P

tomó su decisión de invertir. La cuantía de las pérdidas sufridas por Air France en 1992 era previsible y se había determinado parcialmente a partir del mes de noviembre de 1992. En efecto, los días 13 de octubre, 7 de noviembre y 15 de diciembre de 1992, unos artículos de prensa ya indicaron que el Presidente y el Director General de Air France habían anunciado que las previsiones de pérdidas consolidadas para el año 1992 eran del orden de 3.000 millones de FF. La perspectiva de unas pérdidas por valor de 3.200 millones de FF se mencionó expresamente en un prospecto de Air France relativo a un empréstito para el mes de febrero de 1993, que había sido visado por la Commission des opérations de Bourse (en lo sucesivo, «COB») el 25 de enero de 1993. Es inconcebible que la CDC-P, que mantenía negociaciones con Air France desde el mes de noviembre de 1992, no conociera dicha cifra e ignorase el grave deterioro que representaba en relación con las pérdidas anteriores.

95 Por lo tanto, contrariamente a lo afirmado por la demandante, el contexto inmediato de la inversión objeto de litigio no conduce en modo alguno a admitir que un inversor privado la habría efectuado. La demandante conocía la gravedad de la situación de Air France. El incremento del 11,2 % del tráfico, que ésta atribuyó a los once primeros meses del año 1992, no constituía ningún signo de mejora, debido a que, durante el mismo período, los ingresos unitarios obtenidos por Air France disminuyeron en un 8,1 %. Además, las prestaciones de Air France en 1992 en relación con sus competidores fueron relativamente mediocres: Air France aumentó en un 8,9 % el porcentaje de pasajeros transportados por kilómetro mientras que British Airways progresó un 15,4 %; Lufthansa, el 14 %; y KLM, el 16,1 %, siendo la tasa media de mejora al respecto en 1992 del 13,3 % para la totalidad de las compañías de la AEA.

96 Desde el punto de vista de la Comisión, las perspectivas a medio y largo plazo tampoco podían incitar a un inversor privado perspicaz a invertir en Air France en las fechas en la que la CDC-P tomó su decisión. La Comisión considera que el estudio de la compañía Rothschild invocado por la demandante no analiza ni las consecuencias de la liberalización del transporte aéreo en 1997, ni la situación financiera de Air France y no aborda los problemas relativos a su productividad. En cuanto al informe redactado por Lehman Brothers, la Comisión subraya que tiene fecha del mes de septiembre de 1993, de modo que la CDC-P no conocía su contenido y sus conclusiones en el momento de su decisión de invertir. En cualquier caso, dicho informe afirmaba por lo que respecta a Air France: «Until recently, lack of strategic vision and restrictive work practices have been at the heart of



continual and heavy group losses.» Del mismo modo, el informe vincula el potencial de Air France para convertirse en una de las compañías europeas más rentables con su capacidad para reducir considerablemente sus costes. Ahora bien, el PRE 1, vigente en las fechas que interesan para el litigio, no estableció ninguna medida real para reducir los costes de Air France.

— Apreciación del Tribunal de Primera Instancia

- 97 La Decisión impugnada expone con detalle la situación económica de Air France y subraya, en particular, el acusado deterioro de su estructura financiera durante los tres años que precedieron a la inversión objeto de litigio. La Comisión señala en ella que Air France acumuló unas pérdidas continuas por importe de 717 millones de FF en 1990, de 685 millones de FF en 1991 y de 3.200 millones de FF en 1992, habiéndose pues multiplicado por cuatro las pérdidas en relación con 1991 a pesar de la adopción, en 1991, del plan de reestructuración CAP'93 y de la inyección, en 1991 y 1992, de 5.840 millones de FF (véase el apartado 2 *supra*). Además, considera que el nuevo plan de reestructuración PRE 1, adoptado en octubre de 1992, no permitía manifiestamente corregir, incluso a largo plazo, la difícil situación de Air France.
- 98 En este contexto, la Comisión no estaba obligada, en la ejercicio de la facultad de apreciación que le corresponde en la materia, a atenuar el resultado negativo, al que había llegado, tomando en consideración los pocos signos y perspectivas de mejora alegados por la demandante, dado que podían considerarse insignificantes en relación con la situación económica y financiera general de Air France. A este respecto, basta con remitirse a la sentencia del Tribunal de Justicia de 3 de octubre de 1991, Italia/Comisión (C-261/89, Rec. p. I-4437, apartado 14), en la que dicho Tribunal, en lugar de obligar a la Comisión a proceder a una compensación minuciosa entre todos los elementos negativos y positivos, admitió, en el caso de la empresa Alumina, una apreciación global conforme a la cual la existencia de un resultado positivo, suponiendo que hubiera sido previsible, no habría sido suficiente para inducir a un hipotético inversor privado a efectuar la aportación de capital de que se trataba, puesto que el citado resultado era demasiado reducido para compensar el aplastante volumen de endeudamiento y las enormes pérdidas.

99 Sin discutir la realidad de los elementos antes mencionados que la Comisión tuvo en cuenta en la Decisión impugnada, la demandante formula, no obstante, una serie de imputaciones dirigidas contra las apreciaciones de la Comisión.

100 En primer lugar, sostiene que, en la fecha en que tuvo lugar la inversión objeto de litigio, el balance definitivo para el ejercicio 1992, que reflejaba una pérdida de 3.200 millones de FF sufrida durante dicho año, todavía no había sido publicado, de modo que, en dicha fecha, la CDC-P aún no podía conocer dicha cifra negativa.

101 A este respecto, procede recordar que unos artículos de prensa publicados en octubre, noviembre y diciembre de 1992 en *Le Figaro*, *Financial Times* y *Le Monde* relataron que el grupo Air France preveía un déficit por un importe de 3.000 millones de FF para el ejercicio 1992. Además, un prospecto de empréstito emitido por la propia Air France, que, con fecha 25 de enero de 1993, fue visado por la COB, deja constancia de las siguientes «perspectivas futuras»: «El resultado neto consolidado (parte del grupo) para el ejercicio 1992 se estima hoy en una pérdida de 3.200 millones de FF.» Por lo tanto, la Comisión podía considerar acertadamente que un inversor privado perspicaz habría estado al corriente de dichas cifras, especialmente cuando dicho inversor, la CDC-P, estaba en negociaciones con Air France desde el mes de noviembre de 1992. Por lo tanto, debe desestimarse la imputación dirigida contra el hecho de que la Comisión tomase en consideración la pérdida de 3.200 millones de FF registrada en 1992.

102 En segundo lugar, la demandante acusa a la Comisión de no haber considerado el carácter positivo de los objetivos acumulados del plan de reestructuración PRE 1 y del programa CAP'93 —aún vigente en abril de 1993— y de haber fundamentado la Decisión impugnada en circunstancias posteriores a la fecha en que se tomó la decisión de invertir, debido a que el fracaso del plan PRE 1 fue, en efecto, el resultado de acontecimientos posteriores a dicha fecha.

103 A este respecto, procede observar que la Decisión impugnada, después de describir las medidas previstas en el PRE 1, llega a la conclusión de que este último adolece

de lagunas en varios aspectos y presenta determinadas deficiencias. Así pues, la Comisión señala, en particular, que, aparte de la creación del centro nodal en el aeropuerto Charles-de-Gaulle de Roissy-en-France, no se dispuso ninguna otra medida para incrementar los ingresos, que el plan no analizaba la evolución previsible de un mercado en proceso de liberalización, que no preveía ninguna adaptación de la política comercial de Air France al exceso de capacidad temporal del transporte aéreo, sino que por el contrario perseguía una estrategia de inversión, y que tampoco establecía otras medidas de reestructuración en caso de deterioro adicional de la situación económica de la compañía. En este contexto, en la Decisión impugnada no se menciona ni se toma en consideración ninguna circunstancia posterior al mes de febrero de 1993. Frente a estas apreciaciones, la demandante se limita a afirmar que en la decisión de invertir tomada por la CDC-P influyó en gran medida la aplicación del PRE 1, a parafrasear los objetivos perseguidos por éste y a enumerar los resultados esperados. Este Tribunal de Primera Instancia considera que tal argumentación no permite probar que la Comisión cometiera un error manifiesto de apreciación al considerar que el PRE 1 era insuficiente para restablecer, incluso a largo plazo, la viabilidad económica y la rentabilidad de Air France.

104 En cuanto a la incidencia del programa CAP'93, procede señalar que, por una parte, durante el procedimiento administrativo, las autoridades francesas no probaron ninguna relación entre la inversión objeto de litigio en el presente asunto y el programa CAP'93. Por el contrario, indicaron, en su escrito de 7 de enero de 1994, que dicha inversión se encuadraba únicamente en el PRE 1. Por otra parte, el CAP'93, acompañado de una inyección de 5.840 millones de FF en 1991 y 1992, se había saldado con unas pérdidas para Air France cuatro veces mayores, por importe de 3.200 millones de FF en 1992. Por consiguiente, la Comisión actuó correctamente al no tener en cuenta el programa CAP'93 en la Decisión impugnada.

105 Por último, la demandante sostiene en tercer lugar que la Comisión, al considerar que ningún inversor privado perspicaz habría efectuado la inversión objeto de litigio, incurrió en abierta contradicción con sus propias estimaciones optimistas en cuanto a la evolución del sector de la aviación civil comunitaria en general, y de Air France en particular. Añade que los expertos del sector bancario compartían estas previsiones optimistas.

106 En la medida en que la demandante se remite a las Decisiones que adoptó la Comisión el 20 de noviembre de 1991 y el 15 de julio de 1992 (véase el apartado 2 *supra*), procede señalar en primer lugar que la demandante cita el texto del comunicado de prensa relativo a estas Decisiones, que transmite una evaluación mucho más optimista en cuanto a las perspectivas del grupo Air France que el texto de las propias Decisiones. En efecto, estas últimas se limitan a considerar que las operaciones financieras controvertidas son compatibles con el principio del inversor privado perspicaz, debido a que las perspectivas de rendimiento de la inversión a largo plazo prevalecen, «a la vista de los datos disponibles», sobre las dificultades a corto plazo consecuencia de la «estructura financiera actual» del grupo Air France. Además, en la Decisión de 20 de noviembre de 1991, la Comisión declaró que «se reserva expresamente su posición en lo referente a nuevas ampliaciones del capital de Air France en 1992 y 1993» y que su decisión acerca de estas operaciones dependerá de una «apreciación actualizada de la situación económica y financiera de la empresa, de la aplicación del “contrat de plan”», etc.

107 Por lo tanto, resulta que la propia Comisión limitó en el tiempo el alcance de su evaluación en cuanto a las perspectivas del grupo Air France, lo que ya excluye una contradicción con la evaluación realizada posteriormente en la Decisión impugnada. Por otra parte, si bien las Decisiones de 1991 y 1992 autorizaron la aportación de 5.840 millones de FF, tomaron también en consideración el plan de reestructuración CAP'93 que acababa de ponerse en marcha y al que, aparentemente, la Comisión no tenía nada que objetar por aquel entonces. Como se ha indicado anteriormente, hasta principios de 1993 un inversor privado perspicaz no se habría percatado de que, no obstante el CAP'93 y los 5.840 millones de FF inyectados, las pérdidas de Air France se multiplicarían por cuatro y el plan de reestructuración subsiguiente (PRE 1) no sería suficiente. Habida cuenta de esto, la Comisión podía considerar, en la Decisión impugnada, que las perspectivas del grupo Air France a medio y largo plazo eran malas, sin incurrir en contradicción con las dos Decisiones anteriores.

108 Por lo que respecta a las Decisiones 94/118, de 21 de diciembre de 1993 (Aer Lingus), y 94/653, de 27 de julio de 1994 (Air France), antes citadas, la Comisión, al igual que en la Decisión impugnada, consideró que la situación económica y financiera de las empresas afectadas era tal que ningún inversor privado perspicaz habría efectuado las operaciones financieras criticadas. Por lo tanto, éstas fueron calificadas de ayudas de Estado, del mismo modo que las que son objeto del presente asunto. Únicamente al amparo de las excepciones previstas en la letra c)

del apartado 3 del artículo 92 del Tratado la Comisión, por una parte, admitió la existencia de dos planes de reestructuración válidos y, por otra, consideró que las ayudas estatales proyectadas estaban justificadas por la situación de la aviación civil comunitaria, cuyas perspectivas eran positivas a medio y a largo plazo. Por consiguiente, no han existido contradicciones en cuanto a la aplicación del criterio del inversor privado perspicaz.

- 109 En cuanto a las previsiones positivas efectuadas por la compañía financiera Edmond de Rothschild Banque y el banco de negocios Lehman Brothers, tales previsiones se referían al sector aeronáutico como tal y a las posibilidades de desarrollo de Air France. Ahora bien, en tanto Air France no hubiera presentado un plan de reestructuración convincente —lo que no había sucedido a principios de 1993 (véase el apartado 103 *supra*)—, la Comisión podía considerar fundadamente que Air France no se beneficiaría ni de su eventual potencial de desarrollo, ni de una evolución positiva del sector de la aviación civil comunitaria.
- 110 De todo lo que antecede se desprende que debe desestimarse la alegación basada en un análisis erróneo del contexto de la decisión de invertir.

En cuanto a la alegación basada en un error manifiesto en la aplicación del principio del inversor privado perspicaz a la vista de las características de los títulos emitidos

— Alegaciones de las partes

- 111 La demandante considera que las emisiones objeto de litigio constituyen operaciones de mercado realizadas en las condiciones del mercado y critica en primer lugar a la Comisión haber ignorado, en la Decisión impugnada, el hecho de que la inversión objeto de litigio se efectuó mediante oferta pública de ahorro y, lejos de estar reservada únicamente a la CDC-P, estaba abierta a cualquier inversor interesado. Esta oferta pública de ahorro implicaba, de conformidad con las disposiciones nacionales aplicables, la presentación de un prospecto de las emisiones proyectadas para su control previo por la COB. Pues bien, al haber visado ésta el prospecto

elaborado para las emisiones de abril de 1993, queda claro que consideró que el proyecto no exponía a los inversores a riesgos que les resultaran insoportables. La COB ni siquiera hizo uso de la posibilidad que le otorgan las disposiciones nacionales aplicables de formular una advertencia y de solicitar la inserción de la misma en el prospecto.

112 La demandante alega, refiriéndose a las funciones encomendadas a la COB, que, aunque el control de la compatibilidad de los riesgos con el interés de los inversores no implica sistemáticamente el control de la oportunidad de la operación proyectada, la COB no duda, en la práctica, en negarse a visar las operaciones que presentan demasiados riesgos. La COB habría podido negarse a visar las emisiones objeto de litigio o insertar una advertencia para llamar la atención de los inversores sobre los riesgos a que se exponían, si hubiese considerado que la suscripción originaba riesgos incompatibles con los intereses de los ahorradores. Por consiguiente, la Comisión no pudo llegar a la conclusión, salvo que discrepara del visado de la COB que ni siquiera mencionó en la Decisión impugnada, de que las perspectivas de rentabilidad de la inversión de la CDC-P eran tales que un inversor privado no la habría suscrito.

113 En segundo lugar, la demandante discute la postura de la Comisión respecto del carácter poco usual, en los mercados financieros, de los títulos emitidos por Air France y suscritos por la CDC-P. En efecto, las empresas francesas más importantes realizaron emisiones comparables, por ejemplo, durante los años 1990 y 1991. Las ORA y los TSIP-BSA objeto de litigio son adecuados en el sentido de que, en primer lugar, garantizan a sus suscriptores una remuneración segura a corto y medio plazo y, en segundo lugar, permiten esperar un «efecto de palanca» importante a largo plazo, al dar acceso al capital de Air France. De todos modos, la Comisión no ha aportado pruebas de que las características de los títulos emitidos no sean las normales para este tipo de productos. Así pues, al contrario del caso de un préstamo concedido a un tipo inferior al del mercado, en el que el elemento de ayuda lo constituye la diferencia entre el tipo normal y el tipo excepcional, la operación de inversión objeto de litigio en el caso de autos no contiene ningún elemento de ayuda.

- 114 En su escrito de réplica (puntos 103 a 107), la demandante declara, en el contexto de la evaluación de los TSIP objeto de litigio, que Air France emitió en febrero y junio de 1993 dos empréstitos obligacionales de 1.500 millones de FF cada uno, que fueron dirigidos por el Crédit Lyonnais. Añade que el rendimiento de los TSIP después del año 2000, comparado con los intereses producidos durante el mismo período por los TSIP emitidos en la misma época por el Crédit Lyonnais, el CIC y la Banque La Henin, se situaba dentro de los «parámetros del mercado». Finalmente, efectúa una comparación de las condiciones de la emisión de los TSIP-BSA objeto de litigio con las de las emisiones de obligaciones acompañadas de bonos para la suscripción de acciones (OBSA), que considera un producto financiero de características muy similares a las de los TSIP-BSA, así como una comparación por analogía con las emisiones de obligaciones convertibles (OC) realizadas desde 1990.
- 115 Además, expone que las ORA y los TSIP-BSA están pensados para que sus titulares se conviertan en accionistas después de un período de observación remunerado, de modo que la decisión de suscribir este tipo de productos se explica por la remuneración abonada durante el período de empréstito, así como por la expectativa de ganancia mediante la obtención de una plusvalía significativa sobre las acciones en el momento de la conversión de las obligaciones en acciones. Por lo tanto, el análisis de la Comisión basado únicamente en la situación financiera de Air France durante los años 1992 y 1993 no es pertinente desde un punto de vista financiero; cualquier apreciación de la rentabilidad de la inversión debería haber supuesto un análisis de la evolución de la situación financiera de Air France hasta el año 2000. Los BSA que acompañan a los TSIP permiten a sus titulares suscribir acciones nuevas de Air France, a un precio de 517 FF por acción, cuando el valor estimado de dicha acción por aquel entonces era de 849 FF «en el horizonte del 2000», como se desprende de un documento de Air France de fecha 19 de febrero de 1993. Por lo tanto, es arbitraria la afirmación incluida en la Decisión impugnada, con arreglo a la cual los BSA carecen de valor puesto que las acciones subyacentes no tenían valor en la fecha prevista para su suscripción.
- 116 Por lo que respecta más concretamente a los TSIP, la demandante recuerda que el contrato de emisión contiene una cláusula de reembolso anticipado al arbitrio de Air France a partir del 1 de enero de 2000. Por lo tanto, la CDC-P podía considerar con fundamento que el mecanismo de margen progresivo aplicable a los tipos de interés variable a partir del ejercicio 2000 incitaba a Air France a reembolsar los TSIP anticipadamente el 1 de enero de 2000. Este mecanismo de incitación al

reembolso anticipado debió conducir a un inversor perspicaz, como la CDC-P, a considerar los TSIP emitidos como obligaciones clásicas con vencimiento el 1 de enero de 2000, a tipos de interés fijos y progresivos que oscilaban entre el 5,5 % y el 8,5 % y con un tipo de interés actuarial del 7 %.

117 Durante la vista, la demandante concretó esta última imputación. Según ella, la Comisión cometió dos errores de apreciación fundamentales. Por una parte, después de calificar las ORA de inversión participativa y de ampliación de capital diferida, declaró que «estas consideraciones son también válidas para los TSIP-BSA» (Decisión impugnada, p. 32). Al proceder de este modo, la Comisión desnaturalizó los TSIP y los convirtió en títulos participativos, aunque los TSIP sean esencialmente un producto obligacional que devenga intereses y que, si el inversor así lo decide, sólo eventualmente puede dar acceso al capital de Air France. Por otra parte, al afirmar (p. 32 igualmente) a propósito de los mismos TSIP-BSA que «el titular puede no ejercer su derecho de suscripción y decidir continuar recibiendo intereses después del 1 de enero de 2000 hasta que la compañía decida reembolsar las acciones», la Comisión insinúa que la renuncia a la conversión de los BSA en acciones da derecho al suscriptor a continuar percibiendo intereses después del 1 de enero de 2000. Ahora bien, se trata de dos cuestiones completamente diferentes, puesto que los BSA son independientes de los TSIP y transmisibles como tales.

118 Finalmente, la demandante hace constar las plusvalías potenciales que cabía esperar de una futura privatización de Air France. El éxito de la privatización de British Airways, e igualmente la perspectiva, a finales del año 1992, de un cambio de mayoría política en Francia en abril de 1993, permitían presagiar una evolución en este sentido. Esta perspectiva de privatización futura estaba en discusión en las fechas en que se efectuó la inversión objeto de litigio, como muestran las declaraciones de los representantes de la futura mayoría en el poder. Por lo tanto, la CDC-P pudo legítimamente, al final de 1992 y al inicio del año 1993 —es decir, algunos meses antes de las elecciones legislativas francesas cuyos resultados no eran objeto de duda alguna—, esperar una privatización futura de Air France que tendría por efecto aumentar en el futuro la liquidez de Air France, de la que se convertiría en propietaria gracias a los títulos objeto de litigio.



- 119 En cuanto al carácter de los títulos emitidos por Air France y suscritos por la CDC-P, la Comisión recuerda que examinó sus características en profundidad (Decisión impugnada, pp. 28 a 29 y 32).
- 120 Añade que el carácter excepcional de las ORA queda probado por el hecho de que, en 1993, Air France fue la única empresa que emitió ORA simples y su emisión representó el 70 % del volumen total de ORA (de todos los tipos) emitidas en Francia. Las otras dos emisiones de ORA en 1993 fueron acompañadas de BSA; las sociedades emisoras cotizaron en bolsa. Las ORA de Air France fueron las únicas que se emitieron fuera del mercado reglamentado; a falta de cotización y de mercado secundario, dichas ORA tenían poca liquidez, especialmente por ser nominativas. Además, en caso de disolución de la empresa, los titulares serían reembolsados del mismo modo que los accionistas, después de todos los acreedores.
- 121 En cuanto a los TSIP-BSA, la Comisión subraya que, en 1993, Air France fue la única sociedad que emitió este tipo de títulos, cuyo carácter poco usual queda probado por el hecho de que en 1992 sólo tuvo lugar una emisión de TSIP y en 1991, ninguna. Añade que los TSIP-BSA poseen la misma escasa liquidez que las ORA. Puesto que en 1993 no tuvo lugar otra emisión de TSIP que no fuera la de Air France, carecen de pertinencia las comparaciones efectuadas por la demandante con las emisiones de TSIP de otras sociedades. En cualquier caso, estos otros TSIP eran muy diferentes a los emitidos por Air France. En su escrito de réplica, la Comisión no se pronuncia sobre los detalles de la alegación formulada en la réplica, relativa a la evaluación de los TSIP-BSA objeto de litigio y a su comparación con los TSIP emitidos por otras sociedades o con otros tipos de títulos emitidos.
- 122 La Comisión considera que el acceso al capital de Air France —a plazo para los poseedores de las ORA, eventual para los titulares de los TSIP-BSA— no permitía esperar un «efecto de palanca» importante a largo plazo, en términos de plusvalía potencial. La propia demandante ha reconocido, en su demanda, que era difícil prever en marzo de 1993 el valor de las acciones de Air France en el año 2000 y la importancia de la eventual plusvalía; sin embargo, un mes antes, el valor estimado de la acción a dicho vencimiento se cifró con precisión en 849 FF. Pues bien, la

Comisión pone de manifiesto que, en diciembre de 1994, el precio de la acción de Air France fue fijado en 78 FF por una Orden del Ministro de Economía y Hacienda de conformidad con el dictamen emitido por la Comisión de Privatización.

- 123 El carácter poco usual de la suscripción objeto de litigio queda confirmado por el hecho de que, no obstante el carácter supuestamente atractivo de las emisiones de que se trata, únicamente la CDC-P mostrara verdadero interés por ellas, puesto que suscribió, ella sola, el 99,9 % de los TSIP-BSA y el 99,7 % de las ORA, cuando sólo poseía el 0,53 % del capital de Air France. La Comisión llega a la conclusión de que la situación financiera de Air France, en particular la cuantía de las pérdidas registradas y el nivel de endeudamiento, así como las debilidades inherentes al PRE 1 y las insuficiencias de este último para mejorar dicha situación, hacían imposible para Air France la adquisición de las cantidades controvertidas en los mercados de capitales y que, por ello, un inversor privado no hubiera invertido en Air France cantidades tan importantes.
- 124 La Comisión considera que el visado de la COB no constituye una ratificación, a todos los efectos, de la emisión objeto de litigio. Este visado únicamente certifica que la información ofrecida a los inversores potenciales es suficiente para que estén en situación de tomar su decisión con pleno conocimiento de causa. Dicho visado no implica ninguna apreciación sobre la oportunidad de las operaciones contempladas o sobre el fundamento de sus modalidades; se otorga cuando la COB aprueba la regularidad formal de la operación.
- 125 En la medida en que la demandante le reprocha haber desnaturalizado los TSIP-BSA, la Comisión declaró durante la vista que, para ella, lo esencial no eran tanto las características técnicas o específicas de las ORA, por una parte, y de los TSIP-BSA, por otra, sino sobre todo el principio de una inversión en Air France. Por otra parte, no cometió ningún error de apreciación manifiesto cuando determinó la característica principal de los TSIP-BSA, es decir, una conversión facultativa, en relación con la conversión obligatoria de las ORA a su vencimiento. Finalmente, en su prospecto relativo a las emisiones objeto de litigio, la propia Air France indicó que tanto la emisión de las ORA como la de los TSIP-BSA tenía por objeto reforzar con el tiempo su capital propio.

## — Apreciación del Tribunal de Primera Instancia

126 En lo referente, en primer lugar, a la eventual incidencia del visado que la COB otorgó al prospecto de las emisiones objeto de litigio, de los autos se deduce (réplica, punto 115) que la demandante no ha alegado que la COB, en el presente asunto, hubiera controlado efectivamente la oportunidad para un inversor privado perspicaz de efectuar o no la operación financiera objeto de litigio; al contrario, la demandante ha admitido que la COB no efectuó dicho control sistemático.

127 A este respecto, procede declarar que, mediante la fórmula empleada, la COB declara simplemente haber puesto «de conformidad con los artículos 6 y 7 del Decreto Legislativo n° 67-833, de 28 de septiembre de 1967 [...] su visado n° 93-138 de 25 de marzo de 1993 sobre el presente prospecto». Así pues, parece efectivamente que no emitió un dictamen motivado que contuviera apreciaciones económicas y financieras contrarias a las que figuran en la Decisión impugnada, que la Comisión hubiera podido o, en su caso, hubiera debido tener en cuenta.

128 Por lo que respecta, en segundo lugar, a las imputaciones basadas en el desconocimiento, por parte de la Comisión, del valor y de las características de los títulos emitidos, procede examinar, primero, si la Comisión asimiló equivocadamente los TSIP-BSA a las ORA.

129 El párrafo correspondiente de la Decisión impugnada (p. 32) tiene el siguiente tenor:

«La suscripción de las ORA por parte de la CDC-P puede compararse a una inversión participativa que tiene por objetivo fortalecer el capital propio de la compañía aérea. Las ORA son obligaciones convertibles obligatoriamente en acciones y, desde un punto de vista financiero, representan una ampliación de capital diferida. En el caso de las ORA, el rendimiento de la inversión depende, como ya se ha

explicado, de los resultados financieros de la compañía y del valor de las acciones en el momento de efectuarse la conversión. Estas consideraciones son también válidas para los TSIP-BSA. Los TSIP-BSA, sin embargo, no se convierten obligatoriamente en acciones [...]»

- 130 A efectos de una interpretación objetiva de la asimilación de estos dos tipos de títulos («estas consideraciones son también válidas [...]»), esta cita debe situarse en el contexto de la motivación general referente a los títulos emitidos. A este respecto, las características esenciales de dichos títulos se describen correctamente en la Decisión impugnada (pp. 28 y 29) y, además, la demandante nunca discutió esta descripción como tal. Por lo tanto, no puede considerarse que existiese una confusión, por parte de la Comisión, respecto de los mecanismos de funcionamiento de las ORA, por una parte, y de los TSIP-BSA, por otra.
- 131 En cuanto a la apreciación económica de los títulos emitidos, la calificación de «inversión participativa» y de «ampliación de capital diferida», que es indiscutiblemente exacta en el caso de las ORA, puesto que se reembolsan obligatoriamente en acciones, es válida también para los BSA, con la salvedad —subrayada por la propia Comisión— de que su convertibilidad en acciones sólo es facultativa.
- 132 En lo referente a los TSIP, si bien es cierto que sólo dan lugar a intereses, sin que exista derecho a una conversión en acciones, es igualmente cierto que, en realidad, sólo son reembolsables en caso de disolución o de liquidación de Air France; en efecto, en la fecha pertinente del inicio de 1993, todo reembolso anticipado de Air France debía parecer, habida cuenta de las pérdidas sufridas y de la falta de un plan de reestructuración válido, irrealizable desde el punto de vista de un inversor privado perspicaz. Por consiguiente, la Comisión pudo considerar que los TSIP tenían un «plazo indeterminado» (p. 28), sin cometer un error manifiesto de apreciación.
- 133 Por otra parte, el prospecto de Air France relativo a las emisiones objeto de litigio (Anexo 2 a la demanda) indica expresamente en el punto 2.1.7 de la letra B del

Capítulo II que la emisión de los TSIP-BSA «tiene la finalidad de reforzar en el futuro los recursos propios de la sociedad». Por lo demás, la demandante ha reiterado este último punto de vista durante la fase escrita del procedimiento [demanda, letra a) del punto 24] al subrayar «que, a diferencia de otros productos como los empréstitos obligacionales clásicos [...] los TSIP-BSA permiten a sus titulares convertirse en accionistas después de un período de observación remunerado». Por lo tanto, la Comisión no cometió un error manifiesto de apreciación al asimilar, en cierta medida, los TSIP-BSA a las ORA.

134 En cualquier caso, podía considerarse que, habida cuenta de la situación económica de Air France, que no dejaba de deteriorarse, y de la falta de un plan de reestructuración válido, un inversor privado perspicaz no habría suscrito, al inicio del año 1993, la práctica totalidad de las ORA y de los TSIP-BSA emitidos por Air France, como hizo la CDC-P y, respaldándola, la Caisse. En efecto, no existían apenas perspectivas de reembolso, por parte de Air France, de los capitales invertidos, bien en acciones o mediante la restitución de los fondos aportados. Por lo tanto, no se ha probado que la Comisión cometiera un error manifiesto de apreciación al llegar a la conclusión de que el valor de las acciones futuras subyacentes en las ORA y en los BSA era insignificante y al subrayar que los TSIP tenían el inconveniente adicional de ser reembolsables después de todos los demás créditos, salvo las ORA, en caso de disolución o de liquidación de Air France, y de soportar la suspensión del pago de los intereses correspondientes al año durante el cual Air France experimentara una pérdida consolidada superior al 30 % de su capital. Además, es significativo que ninguno de los tres bancos privados que participaron efectivamente en la inversión objeto de litigio quisiera suscribir los TSIP.

135 Por lo tanto, puesto que la Comisión podía censurar, con arreglo a su facultad discrecional de apreciación, la inversión objeto de litigio en su totalidad, no estaba obligada a aislar el elemento de ayuda contenido en cada ORA o TSIP-BSA en comparación con las eventuales condiciones normales del mercado, en particular a la vista de sus tipos de interés y de rendimiento interno. Esta afirmación es cierta también por lo que respecta a la comparación de los TSIP-BSA con otros títulos supuestamente similares. En efecto, estos elementos comparativos, aunque la Comisión no los haya discutido sustancialmente, carecen de pertinencia, dado que la demandante no ha afirmado, y aun menos demostrado, que, por una parte, estos otros títulos supusieran riesgos comparables a los de los TSIP —en particular en lo referente a las condiciones desfavorables para su reembolso en caso de disolución o

de liquidación de la sociedad emisora— y, por otra, que las sociedades emisoras distintas de Air France se encontrasen, en la fecha de la emisión, en una situación económica y financiera comparable a la de Air France al principio del año 1993.

136 A la vista de lo que antecede, tampoco es preciso examinar si la Comisión tuvo en cuenta o no el carácter independiente de los BSA en relación con los TSIP, al indicar que «el titular puede no ejercer su derecho de suscripción y decidir continuar recibiendo intereses [...]». En efecto, ni en el caso de los BSA ni en el de los TSIP podía considerarse que tuvieran —conjunta o individualmente— un valor real que justificase, desde el punto de vista de un inversor privado perspicaz, realizar una inversión del tamaño de la efectuada por la CDC-P, es decir, por la Caisse.

137 Lo mismo puede afirmarse del hecho de que, en su Decisión 94/653, de 27 de julio de 1994, antes citada, la Comisión calificase las ORA de casi fondos propios de Air France y los TSIP-BSA, de deudas. En efecto, habida cuenta de las características de los TSIP y de su valor real, como se han expuesto anteriormente, la cuestión de si la calificación efectuada en dicha Decisión 94/653 para determinar la tasa de endeudamiento de Air France se ajusta a las normas relativas a la elaboración del balance puede plantearse, ciertamente, en un eventual litigio relativo a esta última Decisión, pero no es pertinente en el presente contexto.

138 Finalmente, en la medida en que la demandante destaca las plusvalías potenciales de las acciones de Air France como consecuencia de la privatización esperada después de las elecciones legislativas francesas, basta con señalar que dichas perspectivas tienen, en el caso de autos, un carácter demasiado vago y no pueden considerarse, pues, motivos válidos que inciten a un inversor privado perspicaz a depositar cantidades equivalentes a la inversión de la CDC-P, es decir, de la Caisse.

- 139 De todo lo que antecede se deduce que debe desestimarse también la alegación basada en un error en la aplicación del principio del inversor privado perspicaz, a la vista de las características de los títulos emitidos.

En cuanto a la imputación basada en un error de análisis sobre el alcance de las suscripciones de los demás accionistas privados de Air France y sobre el alcance de otras inversiones en Air France

— Alegaciones de las partes

- 140 La demandante censura a la Comisión haberse limitado a manifestar, en la Decisión impugnada, que la participación de los accionistas privados de Air France sólo representa el 0,132 % de su capital, que el número de títulos que han suscrito es, pues, insignificante y que, para diversificar su cartera, un banco de inversión puede decidirse a efectuar algunas inversiones de riesgo. Pues bien, según la demandante, debe indicarse que nada obligaba a los inversores privados que, en su calidad de accionistas, conocían la situación de Air France a suscribir las emisiones objeto de litigio.
- 141 La demandante añade que, conforme a la sentencia de 21 de marzo de 1991, Italia/Comisión, C-305/89, antes citada (apartados 19 y 21), la Comisión debería haber analizado los riesgos asumidos por los inversores privados en relación con su capacidad financiera, con objeto de evaluar si, de haber tenido el mismo tamaño que la CDC-P, hubieran invertido 1.500 millones de FF. Ahora bien, el análisis de la Comisión se limitó a dejar constancia del valor absoluto de las inversiones privadas.
- 142 Además, la Comisión no tuvo en cuenta el hecho de que los inversores privados deseaban adquirir un número de títulos proporcionalmente superior al de sus respectivas participaciones en el capital de Air France, pero se limitó su suscripción para evitar que la suscripción objeto de litigio se considerase, de conformidad con la legislación nacional, una privatización parcial.

143 No obstante, la demandante discute la alegación formulada por la Comisión según la cual la normativa en materia de privatización parcial fue la causa de la escasa participación de los demás accionistas privados de Air France en las emisiones objeto de litigio. En realidad, las solicitudes de estos accionistas no se pudieron satisfacer en su totalidad porque el Estado francés había renunciado a su derecho de suscripción preferente y se había atribuido a la CDC-P la mayor parte de los títulos que quedaban disponibles. Pues bien, la CDC-P no quiso renunciar al derecho de suscripción que le correspondía con arreglo a las estipulaciones del contrato de emisión.

144 En su réplica, la demandante ha mencionado, en la parte relativa a la evaluación de los TSIP (véase el apartado 114 *supra*), dos empréstitos obligacionales por importe de 1.500 millones de FF cada uno emitidos por Air France en febrero y junio de 1993 y dirigidos por el Crédit Lyonnais. Durante la vista, precisó este último dato al subrayar que, en las fechas objeto de litigio, otros inversores privados demostraron de este modo su confianza en las capacidades económicas y financieras de Air France. Así, Air France pudo emitir en febrero y en junio de 1993, ante un consorcio de cinco bancos, obligaciones por un importe de 3.000 millones de FF, así como, en octubre de 1993, un empréstito de 300 millones de FF que fue suscrito íntegramente por un banco privado americano (véase el apartado 14 *supra*). Los cinco bancos —nacionalizados y privados— trasladaron dichas obligaciones a otros inversores privados, tales como Cajas de Pensiones. Pues bien, todos estos inversores privados hicieron necesariamente el mismo análisis positivo que la CDC-P por lo que respecta a las perspectivas económicas y financieras de Air France. Por otra parte, los grandes constructores de aviones también confiaron en Air France puesto que le vendieron en 1993, con contratos de financiación, ocho aviones por importe de 3.000 millones de FF.

145 La Comisión se remite a las consideraciones expuestas en la Decisión impugnada (pp. 31 y 32) y recuerda el carácter insignificante de los títulos suscritos por los accionistas privados de Air France. Incluso teniendo en cuenta la voluntad de dichos accionistas de suscribir los títulos objeto de litigio por un importe superior, dicha cantidad global (aproximadamente 26 millones de FF) sólo representa el 3,3 % del total de la emisión, es decir, una inversión poco importante, sin riesgo significativo para los accionistas privados. Además, sólo la CDC-P, gracias a su estatuto de entidad pública, estaba en situación de suscribir las ORA a las que había renunciado el Gobierno francés. Si la CDC-P pudo suscribir el 99,7 % de las



ORA, fue precisamente porque los derechos de los accionistas privados estaban limitados, con arreglo a la legislación francesa en materia de privatización parcial, y el derecho no ejercitado por el Estado sólo correspondía a la CDC-P.

146 En cuanto a la alegación formulada por la demandante durante la vista (véase el apartado 144 *supra*), la Comisión afirmó, durante la misma vista, que se trata de elementos nuevos que no precisan ni los bancos que participaron ni las características de los títulos emitidos.

147 Además, recuerda que la situación financiera de Air France era análoga a la de la empresa Boussac Saint Frères, mencionada en la sentencia France/Comisión, antes citada (apartado 40), en la que el Tribunal de Justicia declaró que unas inversiones privadas muy inferiores a las aportaciones públicas no impiden calificar las medidas de que se trata de ayudas de Estado, cuando la empresa beneficiaria no habría podido obtener los fondos necesarios en el mercado de capitales y su situación económica era tal que no permitía confiar en una rentabilidad aceptable de las inversiones en un plazo razonable.

#### — Apreciación del Tribunal de Primera Instancia

148 Por lo que respecta a la participación de tres accionistas privados en la inversión objeto de litigio, procede recordar que la Decisión impugnada expone, de forma detallada, que determinados accionistas privados, esto es, algunos miembros del personal de Air France, así como el Bank of New York/Londres, el Bankers Trust INT. PLC y Granite Capital LP, suscribieron las ORA y algunos TSIP, haciendo constar también que ningún banco suscribió los TSIP. No obstante, la Decisión subraya que las participaciones propiedad de los accionistas privados de Air France sólo representan el 0,132 % del su capital y que la cantidad de ORA y de TSIP que han suscrito es insignificante (4.516 ORA de un total de 1.877.526 y 14 TSIP de un total de 483.456). Por consiguiente, la participación de los inversores privados en la suscripción de las ORA y de los TSIP-BSA no puede excluir la posibilidad de que las aportaciones de capitales constituyan una ayuda de Estado. Finalmente, el hecho de que los tres bancos solicitasen suscribir ORA por un importe de 25,9 millones de FF —es decir, 9,9 millones de FF en el caso del Bank of

New York/Londres, 7,9 millones de FF en el caso del Bankers Trust INT. PLC y 7,9 millones de FF en el caso de Granite Capital LP— no tiene ningún significado decisivo, dado que las 65.025 ORA que los tres bancos querían suscribir sólo representaban un pequeño porcentaje (el 3,3 %) del número total de ORA que querían suscribir todos los inversores (1.942.760).

149 A este respecto, procede admitir que, a la vista de los elementos de apreciación de que disponía en el marco de su facultad discrecional en la materia, la Comisión podía considerar razonablemente que tanto el valor de los títulos que los inversores privados suscribieron efectivamente como el de los títulos que deseaban suscribir eran considerablemente menores que el valor total de los títulos que suscribió la CDC-P, perteneciente al sector público. Por lo tanto podía llegar a la conclusión, sin incurrir en un error manifiesto de apreciación, de que las intenciones que los inversores privados habían expresado no demostraban que un inversor privado perspicaz, de la misma entidad que la CDC-P, es decir, que la Caisse, se habría arriesgado a invertir 1.500 millones de FF en la compañía Air France.

150 En la medida en que la demandante se refiere a los tres empréstitos obligacionales de los meses de febrero, junio y octubre de 1993, procede recordar que la Decisión impugnada deja constancia de los dos primeros empréstitos al señalar que, a finales de 1992, el balance del grupo Air France mostraba un desequilibrio temporal hacia las deudas a corto plazo y que «la situación se corrigió gracias a la emisión de dos obligaciones a largo plazo, en marzo y junio de 1993, por un total de 3.000 millones de FF» (p. 30). Además, la Comisión se remitió, en su escrito de contestación (punto 100), al prospecto de empréstito de febrero de 1993 visado por la COB el 25 de enero de 1993 (del que se incluyeron tres páginas como Anexo 23 al escrito de contestación), para demostrar que ya se conocía en aquella época la perspectiva de una pérdida de 3.200 millones de FF.

151 A este respecto, procede recordar, en primer lugar, que la comparación de los títulos objeto de litigio con otros tipos de títulos, tales como los tres empréstitos obligacionales invocados por la demandante, carece de pertinencia en la medida en que la demandante no ha afirmado, y aun menos probado, que dichos empréstitos

—reembolsables después de un período determinado— posean características similares a los riesgos específicos de las ORA y de los TSIP-BSA. En efecto, la demandante no ha proporcionado ninguna precisión respecto de dichos empréstitos (duración total, tipo de interés, amortización, prelación de créditos, posible cotización en bolsa, etc.). Tampoco se ha pronunciado sobre los bancos que suscribieron dichos empréstitos, ni sobre los inversores privados a los que se trasladaron finalmente los empréstitos (tamaño, posibles diversificaciones, amplitud de los riesgos soportados al suscribir los empréstitos). Por consiguiente, la alegación relativa a dichos empréstitos no demuestra ningún error manifiesto de apreciación por parte de la Comisión y no puede, pues, ser acogida.

- 152 Lo mismo puede afirmarse del motivo basado en la venta de aviones a Air France mediante contratos de financiación, dado que la demandante no ha proporcionado ningún detalle —en particular, respecto del procedimiento de transmisión de la propiedad de los aviones— relativo a dichas ventas.
- 153 De todo lo que antecede se deduce que debe desestimarse también la alegación basada en un error de análisis sobre el alcance de las inversiones privadas invocadas.
- 154 Al no estar fundada ninguna de las alegaciones formuladas en apoyo de la segunda parte del primer motivo, no puede acogerse dicha parte. Por consiguiente, debe desestimarse en su totalidad el primer motivo.

## *2. Sobre el motivo basado en la infracción del artículo 190 del Tratado*

### *Alegaciones de las partes*

- 155 La demandante considera que la Decisión impugnada debe anularse por falta de motivación. En efecto, la facultad de la Comisión de conminar a los Estados miembros a ordenar la restitución de las ayudas de Estado ilegales abarca únicamente los

elementos de ayuda, es decir, en el caso de autos, la diferencia entre el tipo de remuneración habitualmente ofrecido en el mercado financiero para productos comparables a los títulos emitidos por Air France y el tipo de remuneración ofrecido en el marco de las emisiones objeto de litigio. Por consiguiente, la Decisión impugnada no demuestra en modo alguno que el importe cuya restitución se ordena después de deducir los intereses corresponda a elementos de ayuda. Por lo tanto, la Comisión ha incumplido su obligación de motivar la Decisión por la que se ordena la restitución del importe de las suscripciones.

156 La demandante censura a la Comisión haber considerado las emisiones objeto de litigio como si se tratase de una simple participación en el capital de Air France y haber exigido la devolución de la totalidad de importe de la inversión de la CDC-P, después de deducir los intereses. Ahora bien, para motivar realmente la Decisión impugnada, la Comisión debería haber explicado —habida cuenta de la naturaleza específica de los títulos emitidos y, en particular, del hecho de que éstos preveían el pago de intereses como mínimo hasta el año 2000— por qué la tasa de retribución ofrecida no correspondía al riesgo de la inversión. Incluso considerando que el valor de las acciones de Air France sería nulo en el año 2000, el análisis de la ventaja económica real de que había beneficiado Air France habría supuesto que se efectuase una comparación entre el tipo de interés previsto por el contrato de emisión de las ORA y los tipos que se aplican habitualmente en el mercado de los empréstitos a largo plazo. Del mismo modo, en lo referente a los TSIP-BSA, la Comisión debería haber examinado las condiciones de remuneración de los títulos emitidos.

157 A modo de ejemplo, la demandante se remite a la Decisión 88/454/CEE de la Comisión, de 29 de marzo de 1988, relativa a las ayudas concedidas por el Gobierno francés al grupo Renault, empresa fundamentalmente productora de vehículos automóviles (DO L 220, p. 30), en la que se cuantificaron los elementos de ayuda comprendidos en la totalidad de las cantidades recibidas por el grupo Renault. Al comprobar que los préstamos se habían concedido a un tipo inferior al tipo de referencia del mercado, la Comisión calculó la diferencia entre dichos tipos con objeto de aislar la cuantía de la bonificación concedida y, por lo tanto, la ayuda otorgada. Ahora bien, en el caso de autos, la Comisión no efectuó ningún análisis económico que le permitiera determinar la ventaja económica real de la que se benefició Air France gracias a las emisiones objeto de litigio.

- 158 La demandante añade que la Comisión no precisó, en la Decisión impugnada, otros elementos tanto jurídicos como económicos o financieros en apoyo de su razonamiento relativo a la calificación de las inversiones objeto de litigio. Se remite a la falta de calificación del carácter estatal de la CDC-P, así como a los análisis inexactos en cuanto a la fecha en que se tomó la decisión de invertir, en cuanto a la aplicación del principio del inversor privado perspicaz y en cuanto al contexto general de la decisión de inversión. Además, subraya la inexistencia, en la Decisión impugnada, de cualquier elemento que permitiese presentar un principio de prueba de la existencia de una instrucción previa de una autoridad estatal, la falta de análisis de la situación de los mercados financieros en las fechas objeto de litigio y la falta de cualquier comparación con productos financieros con características comparables a las ORA y a los TSIP-BSA emitidos por Air France.
- 159 La Comisión, después de haber subrayado su facultad de conminar a los Estados miembros a ordenar la restitución de las ayudas incompatibles con el mercado común, recuerda la jurisprudencia del Tribunal de Justicia relativa a la finalidad y al alcance del deber de motivación impuesto por el artículo 190 del Tratado, tanto en general como en el sector específico de las ayudas de Estado. Pues bien, en el caso de autos, informó al Gobierno francés, incluso antes de la apertura del procedimiento del apartado 2 del artículo 93, de que todo beneficiario de una ayuda otorgada ilegalmente podía ser obligado a devolver dicha ayuda. La justificación de la restitución del total de la ayuda no debe considerarse aisladamente, sino que debe situarse en el marco de la propia Decisión (véase la sentencia de 21 de marzo de 1991, Italia/Comisión, C-303/88, antes citada, apartado 54), por lo que la Comisión considera que la Decisión impugnada en el caso de autos contiene una motivación suficiente.
- 160 Finalmente, expone que explicó extensamente, en la Decisión impugnada, que la situación financiera de Air France, en el momento de la suscripción controvertida, era catastrófica hasta el punto de que ningún inversor privado perspicaz habría invertido en dicha compañía. La Comisión considera que, al describir esta situación y al probar el carácter insólito de los títulos emitidos en el presente caso, cumplió las exigencias de la jurisprudencia relativa al deber de motivación. La motivación contenida en la Decisión impugnada permite, pues, comprender los motivos por los que se ordenó la restitución del total de la inversión objeto de litigio.

*Apreciación del Tribunal de Primera Instancia*

- 161 La obligación que incumbe a las Instituciones comunitarias conforme al artículo 190 del Tratado de motivar sus Decisiones tiene por objeto permitir al Juez comunitario ejercer su control de legalidad y al interesado, conocer las justificaciones de la medida adoptada, para poder hacer valer sus derechos y comprobar si la Decisión está o no fundada (véase, por ejemplo, la sentencia del Tribunal de Justicia de 17 de enero de 1984, VBVB y VBBB/Comisión, asuntos acumulados 43/82 y 63/82, Rec. p. 19, apartado 22).
- 162 A este respecto, la Decisión impugnada contiene, en su conjunto, una exposición de motivos suficiente para apoyar el artículo 1 de dicha Decisión, según el cual la inversión objeto de litigio constituye una ayuda ilegal e incompatible con el mercado común. En efecto, como se deduce del examen del primer motivo invocado por la demandante, ésta estuvo totalmente en condiciones de hacer valer sus derechos, al igual que el Tribunal de Primera Instancia ha podido ejercer su control jurisdiccional.
- 163 Sucede lo mismo en lo referente a la motivación del artículo 2, que conmina a la República Francesa a ordenar la restitución de la ayuda de Estado, previa deducción de los intereses abonados. En efecto, la parte X de la Decisión impugnada expone que la devolución de la ayuda ilegal resulta necesaria para restablecer la situación previa mediante la eliminación de todas las ventajas económicas de que ha disfrutado indebidamente el beneficiario de la ayuda otorgada ilegalmente desde la fecha en que fue concedida dicha ayuda. Dado que la Comisión se ha pronunciado contra el principio mismo de la inversión objeto de litigio, es decir, la aportación de capital, como tal, y no las condiciones de remuneración de este capital, debe considerarse que esta motivación es suficiente.
- 164 La demandante imputa a la Comisión no haber adoptado la medida menos severa que consiste en ordenar únicamente la modificación de la ayuda objeto de litigio, conforme al párrafo primero del apartado 2 del artículo 93 del Tratado. En la medida en que la demandante se remite, en este punto, a la Decisión 88/454, de

29 de marzo de 1988 (Renault), antes citada, basta con señalar que, en ella, la Comisión no se limitó a ordenar dicha modificación; el artículo 2 de la Decisión conmina al Estado miembro afectado a suprimir el elemento de ayuda contenido en los préstamos reprochados, «por lo que deberá solicitar el reembolso de los mismos o la adaptación de su tipo de interés al tipo de interés de mercado».

165 Procede añadir que, en el caso de autos, la Comisión no estaba obligada a calcular la ventaja económica real de la que se había beneficiado Air France en relación con las condiciones del mercado. Dado que dicha operación habría requerido apreciaciones económicas particularmente complejas, referentes en particular a los mercados de los empréstitos y obligaciones en Francia, la Comisión podía limitarse a la comprobación global de la desproporción entre los riesgos soportados y las ventajas concedidas. No estaba obligada a inventar otra emisión de títulos que un inversor privado perspicaz habría podido aceptar.

166 Por tratarse de una emisión de títulos muy complejos que ya habían sido suscritos y cuyas características intrínsecas ya no podían modificarse como tales, la Comisión podía ordenar, pues, la restitución de los capitales aportados. Por el contrario, no le correspondía entablar discusiones con la República Francesa sobre la posibilidad de conceder ayudas a Air France bajo otras formas y en otras condiciones.

167 De ello se deduce que tampoco puede acogerse el segundo motivo.

168 Por no haber sido acogido ninguno de los motivos de la parte demandante, procede desestimar el recurso por infundado.

**Costas**

169 A tenor del apartado 2 del artículo 87 del Reglamento de Procedimiento, la parte que pierda el proceso será condenada en costas, si así lo hubiera solicitado la otra parte. Por haber sido desestimados los motivos formulados por la parte demandante, procede condenarla en costas, según ha solicitado la Comisión.

En virtud de todo lo expuesto,

EL TRIBUNAL DE PRIMERA INSTANCIA (Sala Segunda ampliada)

decide:

- 1) Desestimar el recurso.
  
- 2) Condenar en costas a la parte demandante.

Kirschner

Vesterdorf

Bellamy

Kalogeropoulos

Potocki

Pronunciada en audiencia pública en Luxemburgo, a 12 de diciembre de 1996.

El Secretario

El Presidente

H. Jung

H. Kirschner