

ARREST VAN HET GERECHT (Tweede kamer — uitgebreid)
12 december 1996 *

In zaak T-358/94,

Compagnie nationale Air France, vennootschap naar Frans recht, gevestigd te Parijs, vertegenwoordigd door D. Borde en A. Moquet, advocaten te Parijs en te Brussel, domicilie gekozen hebbende te Luxemburg ten kantore van G. Harles, advocaat aldaar, Rue Mathias Hardt 8-10, Luxemburg,

verzoekster,

tegen

Commissie van de Europese Gemeenschappen, vertegenwoordigd door B. Smulders, lid van haar juridische dienst, als gemachtigde, bijgestaan door A. Barav, advocaat te Parijs, lid van de Bar of England and Wales, domicilie gekozen hebbende te Luxemburg bij C. Gómez de la Cruz, lid van haar juridische dienst, Centre Wagner, Kirchberg,

verweerster,

betreffende een verzoek tot nietigverklaring van beschikking 94/662/EG van de Commissie van 27 juli 1994 betreffende de inschrijving door CDC-Participations op twee uitgiften van obligaties van Air France (PB 1994, L 258, blz. 26),

wijst

* Procestaal: Frans.

HET GERECHT VAN EERSTE AANLEG (Tweede kamer — uitgebreid),

samengesteld als volgt: H. Kirschner, kamerpresident, B. Vesterdorf, C. W. Bellamy, A. Kalogeropoulos en A. Potocki, rechters,

griffier: J. Palacio González, administrateur

gezien de stukken en na de mondelinge behandeling op 26 juni 1996,

het navolgende

Arrest

De feiten

- 1 Sedert 1990 wordt de sector luchtvervoer in de Gemeenschap getroffen door een economische crisis. In die omstandigheden heeft ook de Compagnie nationale Air France (hierna: „Air France” of „verzoekster”), een naamloze vennootschap waarvan het kapitaal voor 99,329 % in handen is van de Franse Staat, zware economische en financiële moeilijkheden gekend.
- 2 In de loop van de jaren 1991 en 1992 heeft de Commissie voor het eerst de economische en financiële situatie van Air France onderzocht. In dit verband heeft zij, na aanmeldingen door de Franse autoriteiten, bij beschikkingen van 20 november

1991 en 15 juli 1992 kapitaalinjecties goedgekeurd voor een totaal bedrag van 5,84 miljard FF. Zij was van mening, dat de vooruitzichten inzake het rendement van de investering op lange termijn opwogen tegen de moeilijkheden op korte termijn die het gevolg waren van de financiële structuur van de groep Air France. Zij hield daarbij eveneens rekening met de omstandigheid, dat de herstructurering van de groep Air France plaatsvond in het kader van een „contrat de plan” (CAP'93), dat op 1 augustus 1991 door de Franse autoriteiten was goedgekeurd, en waarbij verschillende economische doelstellingen voor de periode 1991-1993 waren vastgesteld. Gelet op deze elementen, kwam zij tot de conclusie, dat de betrokken financiële operaties geen steunmaatregelen van de staat in de zin van artikel 92 EEG-Verdrag waren.

3 Teneinde haar financiële moeilijkheden te boven te komen, heeft Air France in oktober 1992 een nieuw herstructureringsprogramma uitgewerkt („Programme de retour à l'équilibre”, hierna: „PRE 1”), dat hoofdzakelijk was bedoeld om de exploitatiekosten te verminderen en vanaf 1994 een structurele verbetering van haar zelffinancieringscapaciteit teweeg te brengen.

4 In november 1992 verzocht zij de Caisse des dépôts et consignations-participations (hierna: „CDC-P”) om bijstand in het kader van bepaalde financieringsoperaties. CDC-P is een naamloze vennootschap naar Frans recht, die 0,538 % van het kapitaal van Air France in handen heeft, en voor 100 % een dochteronderneming is van de Caisse des dépôts et consignations (hierna: „Caisse”), een bij wet ingestelde bijzondere openbare instelling.

5 Midden december 1992 liet CDC-P weten, dat zij bereid was de goede afloop van de voorgenomen operaties te garanderen. De details van deze operaties waren begin 1993 door CDC-P en Air France vastgesteld en op 17 februari 1993 heeft de raad van bestuur van Air France de modaliteiten ervan bepaald.

- 6 Daarop heeft de buitengewone algemene vergadering van aandeelhouders van Air France tijdens haar bijeenkomst van 24 maart 1993 besloten over te gaan tot de uitgifte voor een totaal bedrag van 1,5 miljard FF van
- in aandelen aflosbare obligaties („obligations remboursables en actions”, hierna: „ORA”), voor een bedrag van ongeveer 750 miljoen FF;
 - achtergestelde effecten met progressieve rente en aangehechte coupon voor inschrijving op aandelen („titres subordonnés à intérêt progressif assortis de bons de souscription d’actions”, hierna: „TSIP-BSA”), eveneens voor een bedrag van ongeveer 750 miljoen FF.
- 7 Op nagenoeg het volledige bedrag van deze uitgifte door Air France in april 1993 is ingeschreven door CDC-P (99,7 % van de ORA, en 99,9 % van de TSIP-BSA); de Franse Staat, hoofdaandeelhouder van Air France, had namelijk besloten van inschrijving af te zien. Enkele buitenlandse particuliere aandeelhouders zijn tot de inschrijving toegelaten naar rato van hun deelneming in het kapitaal van Air France, destijds ongeveer 0,132 %, wat overeenkomt met effecten voor een bedrag van ongeveer 2 miljoen FF.
- 8 De uitgegeven effecten zijn nominatief en niet ter beurse genoteerd.
- 9 Zij vertonen de volgende kenmerken.
- 10 Tot 1 januari 2000 bestaat de rente die over de ORA wordt betaald, uit een vast gedeelte (4 %) en een variabel gedeelte, dat afhankelijk is van de resultaten van Air France; in totaal bedraagt de verwachte gemiddelde actuariële rente 6,5 % per jaar. De ORA zullen uiterlijk op 1 januari 2000 verplicht worden afgelost in de vorm van een omzetting in aandelen, met dien verstande dat de houder vóór deze datum

te allen tijde het recht heeft een dergelijke omzetting te vragen. De interne rendementsvoet, zoals door CDC-P berekend en rekening houdend met de rente en de verwachte meerwaarde van de aandelen, bedraagt 14 %.

- 11 De looptijd van de TSIP is onbepaald. De aflossing is voorzien in geval van liquidatie of ontbinding van Air France, na terugbetaling van alle bevoorrechte en niet-bevoorrechte schulden, maar vóór de ORA. Air France kan evenwel de TSIP vervroegd aflossen vanaf 1 januari 2000. Tot 1 januari 2000 wordt over de TSIP vaste en progressieve (5,5 % tot 8,5 %) rente betaald; de gemiddelde actuariële rente bedraagt 7 %. Vanaf die datum wordt de rente variabel, en vermeerderd met een progressief gedeelte. Air France kan de betaling van de rente opschorten wanneer de geconsolideerde verliezen van de groep hoger zijn dan 30 % van de eigen middelen. Aan elke TSIP is een BSA gehecht die daarvan onafhankelijk is, en die — zoals de ORA en de TSIP — kan worden gecedeerd of overgedragen. De houder ervan kan de BSA te allen tijde tot 1 januari 2000 omzetten in aandelen. De op die datum niet omgezette BSA verliezen hun waarde. De interne rendementsvoet van de investering over de periode 1993-1999, zoals door CDC-P berekend, bedraagt 11,5 %.
- 12 Nadat zij, met name via de pers, had vernomen, dat de Franse regering zich voornam middelen ter beschikking van Air France te stellen, zond de Commissie op 1 maart 1993 een brief aan de Franse autoriteiten met het verzoek haar te informeren over de voorgenomen maatregelen ter dekking van het deficit van de groep Air France. De Franse regering antwoordde bij nota van 22 april 1993, waarbij zij preciseerde, dat vorenbedoelde twee effectenemissies waren gegarandeerd door CDC-P. Nadat in mei 1993 een vergadering had plaatsgevonden tussen ambtenaren van de Commissie, vertegenwoordigers van de Franse regering en vertegenwoordigers van Air France, werd de inschrijving op effecten door CDC-P op 19 juli 1993 geregistreerd als zijnde niet bij de Commissie aangemelde steun. Bij brief van 7 december 1993 liet de Commissie de Franse regering weten, dat zij op 10 november 1993 had besloten de procedure van artikel 93, lid 2, van het Verdrag in te leiden.

- 13 Bij brief van 7 januari 1994 hebben de Franse autoriteiten hun standpunt bepaald als volgt:
- de betrokken financiële tussenkomst is niet bij de Commissie aangemeld, omdat zij niet als staatssteun werd beschouwd;
 - de Caisse en CDC-P zijn van de Franse regering onafhankelijke instellingen;
 - toen CDC-P heeft besloten in Air France te investeren, was de situatie van Air France vergelijkbaar met die van haar concurrenten en waren de vooruitzichten over het algemeen gunstig; CDC-P heeft zich dus gedragen als een voorzichtig investeerder;
 - dat de inschrijvingsvoorwaarden aantrekkelijk waren, blijkt uit de deelneming aan de operatie van buitenlandse particuliere investeerders waarvan de verzoeken om inschrijving zelfs niet volledig konden worden ingewilligd, omdat dit tot een gedeeltelijke privatisering van Air France zou hebben geleid;
 - de investering was uitsluitend bedoeld om bij te dragen tot de herstructurering van Air France, en was gekoppeld aan het herstructureringsprogramma van oktober 1992 (PRE 1).
- 14 In de loop van 1993 heeft Air France drie andere soorten effecten uitgegeven, namelijk een obligatielening van 1,5 miljard FF tegen een rentevoet van 8,25 % in februari, een obligatielening van 1,5 miljard FF in juni, en een lening van 300 miljoen FF in oktober, die blijkbaar alle drie in de particuliere sector zijn geplaatst.
- 15 Wat de ORA en de TSIP-BSA betreft, heeft de Commissie op 27 juli 1994 beschikking 94/662/EG gegeven, betreffende de inschrijving door CDC-Participations op uitgaven van obligaties van Air France (PB 1994, L 258, blz. 26, hierna: „bestreden beschikking” of „beschikking”).

- 16 In die beschikking heeft de Commissie vooreerst vastgesteld, dat ondanks het herstructureringsprogramma CAP'93 en de financiële injectie van ongeveer 6 miljard FF in 1991 en 1992, de situatie van Air France verder was verslechterd, zodat zij in 1992 voor de derde opeenvolgende maal een negatief nettoresultaat, bovendien veruit het meest negatieve resultaat (min 3,2 miljard FF), heeft geboekt, en zich in een slechtere positie bevindt dan de andere grote Europese maatschappijen.
- 17 Vervolgens wijst zij erop, dat de Caisse een Franse openbare instelling is waarvan de directeurs door de Franse regering worden benoemd. CDC-P is een 100 % dochteronderneming van haar, en heeft geen autonomie ten opzichte van de Caisse, die zelf wordt gecontroleerd door de Franse overheid. De kapitaalinjectie is derhalve een handeling die aan de Franse regering is toe te rekenen. De litigieuze investeringsactiviteit van de Caisse en CDC-P zou derhalve hebben plaatsgevonden onder de invloed van de staat.
- 18 De Commissie heeft inzonderheid onderzocht, of de betrokken financiële operatie heeft plaatsgevonden in omstandigheden welke aanvaardbaar zouden zijn geweest voor een particulier investeerder die volgens de in een markteconomie normale gebruiken handelt. Zij was van mening, dat zulks het geval is wanneer een aanzienlijk aantal particuliere minderheidsaandeelhouders aan de transactie deelnemen naar verhouding van de aandelen in hun bezit. De participatie van de particuliere investeerders zou volgens haar evenwel een reële economische betekenis moeten hebben. In casu bezitten de particuliere aandeelhouders van Air France evenwel slechts 0,132 % van het kapitaal, en is het gedeelte van de effecten waarop zij hebben ingeschreven, te verwaarlozen. Bovendien heeft de Commissie geen beslissend belang gehecht aan het feit dat aan het verzoek van particuliere buitenlandse investeerders niet volledig kon worden voldaan. De effecten waarop deze particuliere investeerders wensten in te schrijven, zijn slechts een gering percentage (3,3 %) van het totale aantal effecten.
- 19 Wat de datum betreft waarop de steun is toegekend, heeft de Commissie deze vastgesteld op het tijdstip van intekening op de obligaties, dat wil zeggen in april 1993, op grond dat CDC-P niet wettelijk verplicht om vóór die datum op de uitgifte in te tekenen. In ieder geval is de relevante datum op zijn vroegst 17 februari 1993, de datum waarop de raad van bestuur van Air France de modaliteiten van de investering heeft vastgesteld en heeft voorgesteld de obligaties uit te geven. Toen het

investeringsbesluit werd genomen (op zijn vroegst op 17 februari 1993), moest CDC-P op de hoogte zijn van de dramatische verslechtering van de financiële structuur van Air France. Zij zou in ieder geval bekend zijn geweest met de toe- genomen verliezen van de maatschappij over 1992 (3,2 miljard FF in 1992, tegen 685 miljoen FF in 1991 en 717 miljoen FF in 1990), en had zich ernstig zorgen moeten maken over de kritieke schuldenlast van de maatschappij.

- 20 In dat verband heeft de Commissie de kenmerken van de uitgegeven effecten onderzocht, teneinde na te gaan of zij beantwoorden aan de marktvoorwaarden. Zij heeft de ORA gekwalificeerd als „een uitgestelde kapitaalverhoging”, en daaraan toegevoegd, dat dezelfde overwegingen ook gelden voor de TSIP-BSA. Zij heeft vastgesteld, dat het nadeel van de TSIP-BSA bestaat in de ongunstige terugbetalingsvoorwaarden in geval van ontbinding van de onderneming, wat tot gevolg heeft dat „dergelijke obligaties niet vaak voorkomen op de kapitaalmarkt”; de Commissie heeft hierbij aangetekend, dat het rendement zowel van de ORA als van de TSIP-BSA in aanzienlijke mate wordt beïnvloed door de resultaten van Air France. Zij heeft er bovendien op gewezen, dat de berekening door CDC-P van de interne rendementsvoet van de effecten te optimistisch was. Had CDC-P rekening gehouden met de ongunstige financiële vooruitzichten op middellange en lange termijn, dan was zij tot de conclusie gekomen dat de waarde van de later bij de aflossing verkregen aandelen nul was. De Commissie heeft hieruit afgeleid, dat een voorzichtig particulier investeerder niet bereid zou zijn geweest een belangrijke financiële overeenkomst met Air France te sluiten zoals CDC-P dat heeft gedaan.
- 21 De Commissie was van mening, dat in het geval van verlieslijdende ondernemingen zoals Air France, een lange-termijninvesteerder zijn besluit zou baseren op een coherent herstructureringsplan. In casu hield de steun evenwel niet rechtstreeks verband met PRE 1. In ieder geval was PRE 1 zelfs op lange termijn ontoereikend om de financiële en economische levensvatbaarheid van Air France te herstellen, nu dit plan in de eerste plaats ertoe strekte de bedrijfskosten en de financiële lasten te verminderen, doch te weinig aandacht besteedde aan de andere financiële aspecten, die naar verondersteld werd constant zouden blijven. Bovendien waren in PRE 1 geen herstructureringsmaatregelen opgenomen voor het geval dat de economische situatie van Air France verder zou verslechteren. De Commissie vindt, dat CDC-P op het tijdstip van het investeringsbesluit op de hoogte had moeten zijn van de structurele tekortkomingen van PRE 1.

22 Op grond van deze elementen is de Commissie tot de conclusie gekomen, dat een rationele particuliere investeerder geen 1,5 miljard FF in Air France zou hebben ingebracht, rekening houdend met de recente slechte financiële en bedrijfsresultaten, met het onvermogen om het herstructureringsprogramma CAP '93 tot een goed einde te brengen, en met de kennelijke ontoereikendheid van PRE 1 om de problemen te verhelpen. Volgens haar is de litigieuze financiële injectie derhalve bedrijfssteun om Air France te helpen tijdelijk uit haar financiële crisis te komen.

23 Zij heeft bovendien vastgesteld:

- dat de betrokken steunmaatregel de concurrentie vervalst en van dien aard is, dat hij de handel tussen Lid-Staten en in de gehele Europese Economische Ruimte (EER) beïnvloedt;
- dat de steunmaatregel niet als een der in artikel 92, lid 2, van het Verdrag of artikel 61, lid 2, van de EER-Overeenkomst bedoelde gevallen is aan te merken;
- dat de steunmaatregel ook niet op grond van artikel 92, lid 3, van het Verdrag en artikel 61, lid 3, van de EER-Overeenkomst als verenigbaar met de gemeenschappelijke markt kan worden beschouwd.

24 Op die gronden heeft zij:

- vastgesteld, dat de intekening door CDC-P ten bedrage van 1 497 415 290 FF op de ORA en de TSIP-BSA die in april 1993 door Air France zijn uitgegeven, een onwettige staatssteun is, die onverenigbaar is met de gemeenschappelijke markt (artikel 1 van de beschikking);
- de Franse Republiek opgedragen de terugbetaling te gelasten van de steun ten bedrage van 1 497 415 290 FF, na aftrek van de eventueel reeds door Air France aan CDC-P betaalde rente (artikel 2).

- 25 Overeenkomstig artikel 4 ervan is de beschikking op 9 augustus 1994 aan de Franse regering betekend.
- 26 Op 27 juli 1994 heeft de Commissie bovendien beschikking 94/653/EG vastgesteld, betreffende de aangekondigde kapitaalverhoging van Air France (PB 1994, L 254, blz. 73), waarin zij een steunmaatregel van de staat aan Air France in de vorm van een kapitaalverhoging van 20 miljard FF verenigbaar met de gemeenschappelijke markt en met de EER-Overeenkomst heeft verklaard. Zij heeft het daarin over de intekening door CDC-P op door Air France in april 1993 uitgegeven ORA en TSIP-BSA. Zij stelt zich op het standpunt, dat de ORA als quasi-eigen vermogen moeten worden beschouwd. Wat de TSIP-BSA betreft, preciseert zij, dat de inschrijver niet verplicht is ze te converteren, zodat dit type financieel instrument eigenlijk eerder als schuld zou moeten worden gerubriceerd.
- 27 Verschillende luchtvaartmaatschappijen zijn tegen deze andere beschikking van 27 juli 1994 opgekomen (zaken T-371/94, British Airways e. a., en T-394/94, British Midland).

Procesverloop

- 28 Bij verzoekschrift neergelegd ter griffie van het Gerecht op 26 oktober 1994, heeft Air France het onderhavige beroep ingesteld. Op rapport van de rechter-rapporteur heeft het Gerecht (Tweede kamer — uitgebreid) besloten zonder instructie tot de mondelinge behandeling over te gaan. Wel heeft het Gerecht maatregelen tot organisatie van de procesgang gelast en partijen uitgenodigd bepaalde documenten over te leggen en te antwoorden op een aantal vragen. Ter terechtzitting van 26 juni 1996 zijn partijen in hun pleidooien gehoord en hebben zij de vragen van het Gerecht beantwoord.

29 De Franse Republiek heeft bij het Hof een parallel beroep ingesteld tegen dezelfde beschikking (zaak C-282/94). Het Hof heeft bij beschikking van 4 april 1995 de behandeling van de zaak geschorst.

30 Verzoekster concludeert dat het het Gerecht behage:

— vast te stellen dat de Commissie in de bestreden beschikking de artikelen 92 en 190 van het Verdrag heeft geschonden, en derhalve deze beschikking nietig te verklaren;

— de Commissie te verwijzen in de kosten.

De Commissie concludeert dat het het Gerecht behage:

— het beroep te verwerpen;

— verzoekster te verwijzen in de kosten.

De ontvankelijkheid

31 De Commissie heeft de ontvankelijkheid van het beroep niet betwist. Hoewel de bestreden beschikking uitsluitend tot de Franse Republiek is gericht, raakt zij namelijk verzoekster Air France als begunstigde van de betrokken steunmaatregel rechtstreeks en individueel in de zin van artikel 173, vierde alinea, EG-Verdrag (arrest Hof van 13 maart 1985, gevoegde zaken 296/82 en 318/82, Nederland en Leeuwarder Papierwarenfabriek, Jurispr. 1985, blz 809, r. o. 13).

- 32 Volgens vaste rechtspraak van het Hof (zie bij voorbeeld arrest van 13 juli 1989, zaak 108/88, Jaenicke Cendoya, Jurispr. 1989, blz. 2711, r. o. 8 en 9) zijn conclusies die ertoe strekken, door de gemeenschapsrechter de gegrondheid van ter ondersteuning van het beroep tot nietigverklaring aangevoerde middelen te laten erkennen, niet-ontvankelijk. Verzoeksters conclusies ertoe strekkende door het Gerecht te doen vaststellen dat de Commissie in de bestreden beschikking de bepalingen van de artikelen 92 en 190 van het Verdrag heeft geschonden, dienen derhalve als zodanig niet-ontvankelijk te worden verklaard.

Ten gronde

- 33 Tot staving van haar beroep voert verzoekster twee middelen aan. Het eerste middel is ontleend aan schending van artikel 92 van het Verdrag, doordat de Commissie, waar zij de investering van CDC-P in Air France als staatssteun heeft aangemerkt, kennelijk heeft gedwaald bij de toepassing van deze bepaling. Het tweede middel is ontleend aan schending door de Commissie van haar motiveringsplicht ingevolge artikel 190 van het Verdrag.

1. *Het middel ontleend aan schending van artikel 92 van het Verdrag*

- 34 In het kader van dit eerste middel voert verzoekster verschillende grieven aan. Zij verwijt de Commissie namelijk kennelijke dwaling bij de toepassing van artikel 92 van het Verdrag.
- 35 Waar in de bestreden beschikking de investering als staatssteun is aangemerkt, zouden analysefouten zijn gemaakt wat betreft:

— het statuut van de Caisse en van CDC-P;

— de datum waarop CDC-P heeft besloten tot de investering over te gaan;

- de context waarin CDC-P heeft besloten tot de investering over te gaan;
- de betekenis van de intekening door verschillende particuliere aandeelhouders van Air France en de betekenis van andere particuliere investeringen in Air France;
- de toepassing van het beginsel van de voorzichtige particuliere investeerder in het licht van de kenmerken van de uitgegeven effecten.

36 Gelet op de omstandigheden van de zaak, is het Gerecht van oordeel, dat dit middel in twee onderdelen moet worden gesplitst: het eerste onderdeel houdt in, dat de litigieuze investering niet uitgaat van de staat, en het tweede, dat de Commissie zich niet heeft gehouden aan het criterium betreffende de normale handelwijze van een voorzichtig particulier investeerder ten opzichte van de betrokken investering, in welk verband verzoekster een aantal verschillende argumenten aanvoert.

Eerste onderdeel van het eerste middel

Argumenten van partijen

37 Volgens verzoekster heeft de Commissie in de bestreden beschikking ten onrechte gesteld, dat CDC-P niet autonoom is ten opzichte van de Caisse, die zelf wordt gecontroleerd door de Franse overheid, en dat de betrokken investering zou hebben plaatsgevonden onder de invloed van de staat. Zij voert aan, dat in werkelijkheid zowel de Caisse als CDC-P onafhankelijk zijn van de Franse regering.

38 In dit verband beroept zij zich in de eerste plaats op het bijzondere statuut van de Caisse, die is opgericht bij de artikelen 110 en 115 van de Financierwet („loi sur les finances”) van 28 april 1816, die is aangemerkt als bijzondere instelling („établissement

sement spécial”) en „onder het toezicht en de garantie van de wetgever” is geplaatst. De wetgever is evenwel onafhankelijk van de uitvoerende macht, zodat de Caisse niet kan worden beschouwd als een door de Franse overheid gecontroleerde instelling. Het argument dat de Commissie ten betoge dat de Caisse afhankelijk is van de Franse Staat, aanvoert betreffende de wijze van aanstelling van het directiepersoneel door de Franse regering, is irrelevant. De directeur-generaal van de Caisse kan namelijk niet worden afgezet, doch staat ingevolge voormelde wet van 1816 uitsluitend onder toezicht van een onafhankelijke controlecommissie die „de wetgever” vertegenwoordigt, zodat zijn onafhankelijkheid ten opzichte van elke door de uitvoerende macht uitgeoefende druk verzekerd is.

- 39 Voorts wijst verzoekster er nog op, dat de „algemene afdeling” van de Caisse, die zich bezighoudt met activiteiten in sectoren die openstaan voor concurrentie, namelijk bank- en investeringsactiviteiten, niet onderworpen is aan de gemeenschappelijke controle van de Franse Cour des comptes, een instelling die belast is met de financiële controle van de administratie en verwante instanties. Haar rekeningen worden integendeel gecontroleerd door onafhankelijke accountants, die hun opdracht vervullen onder de voorwaarden die volgens het gemeene recht gelden voor handelsvennootschappen. De Commissie houdt geen rekening met de dualiteit van de opdrachten waarmee de Caisse is belast, en die blijkt uit de volledige scheiding van de activiteiten van de „algemene afdeling” enerzijds en het beheer van de spaarfondsen anderzijds, welk beheer geschiedt voor rekening van de staat en dus aan strenge regels is onderworpen. De CDC-P heeft evenwel voor de litigieuze inschrijving eigen geldmiddelen van de Caisse gebruikt, die op de balans van de algemene afdeling staan, en waarvoor niet ingevolge wettelijke of bestuursrechtelijke bepalingen vanwege instanties van de staat een voorafgaand advies of machtiging, dan wel een goedkeuring achteraf, vereist is.
- 40 Verzoekster wijst er tevens op, dat uit de regeling inzake het administratief en rechterlijk toezicht waaraan de Caisse is onderworpen, alsmede uit haar boekhoudkundig en fiscaal statuut blijkt, dat de politieke overheid van de staat geen beslissende invloed heeft op haar werking.
- 41 Ook de CDC-P, een 100 % dochteronderneming van de Caisse, functioneert volgens verzoekster volkomen onafhankelijk van de Franse regering. De betrokken

inschrijving op de effectenemissie van Air France past volledig in het kader van haar statutair doel. Haar investeringsactiviteit houdt een speculatief risico in en beoogt in de eerste plaats rentabiliteit, zodat zij niet kan worden vergeleken met de handelwijze van een instelling die een doelstelling van algemeen nut nastreeft. Verzoekster voegt daaraan toe, dat ingevolge de statuten de administrateurs van de CDC-P worden benoemd door de algemene vergadering van aandeelhouders en door deze vergadering kunnen worden afgezet onder de voorwaarden van gemeen recht die gelden voor handelsvennootschappen. In de raad van bestuur van de CDC-P zetelen personaliteiten uit de economische sector die geen banden hebben met de groep van de Caisse of met de staatsadministratie.

42 Verzoekster betwist evenwel niet dat, al is de formele beslissing om in Air France te investeren uiteindelijk genomen door CDC-P, de investering het resultaat is geweest van de beslissende invloed van haar meerderheidsaandeelhouder, de Caisse, die bovendien de vereiste geldmiddelen ter beschikking heeft gesteld.

43 Ten aanzien van het recht verwijt zij de Commissie een te ruime uitlegging van de woorden „van de staten of met staatsmiddelen bekostigd” in artikel 92 van het Verdrag, waar zij ervan uitgaat dat het loutere feit dat een marktdeelnemer onder de invloed staat van de staat, tot gevolg kan hebben dat een maatregel als staatssteun wordt aangemerkt, ook wanneer de geïnvesteerde bedragen niet uit de staatskas afkomstig zijn. Deze uitlegging is volgens verzoekster onverenigbaar met de tekst van bedoeld artikel, dat strikt moet worden toegepast. Aan de voorwaarden van artikel 92 van het Verdrag is niet voldaan wanneer, zoals in casu, de betrokken steun niet is toegekend door de staat en ook niet met staatsmiddelen is bekostigd. CDC-P zou voor de inschrijving op de betrokken uitgiften gebruik hebben gemaakt van geldmiddelen van particuliere oorsprong, die door de Caisse te harer beschikking waren gesteld.

44 Verzoekster legt de nadruk op de particuliere oorsprong van de door de Caisse beheerde geldmiddelen. Ingevolge de toepasselijke nationale regeling zijn de door de Caisse beheerde geldmiddelen namelijk afkomstig van vrijwillige deposito's van particulieren of deposito's van de spaarkassen. De Caisse is dus beheerder van particuliere gelden, en gedraagt zich wat de geldmiddelen van de „algemene afdeling” betreft, die zij, anders dan de spaarfondsen, vrij beheert, als investeerder, waarbij

zij rekening houdt met de evolutie van de markten. Verzoekster stelt voorts, dat de particuliere spaarders te allen tijde de door de Caisse beheerde gelden kunnen opvragen, wat een belangrijk onderscheid is ten opzichte van openbare geldmiddelen, die afkomstig zijn uit belastinginkomsten, en volledig ter beschikking staan van de overheid.

- 45 Verzoekster stelt zich dus op het standpunt, dat de middelen waarover de Caisse beschikt particuliere geldmiddelen zijn, zodat de bedragen die zij ter beschikking van CDC-P heeft gesteld, niet als staatsmiddelen kunnen worden aangemerkt. De bestreden verrichting zou namelijk geen rechtstreekse of onrechtstreekse overdracht van geldmiddelen van de staat teweeg hebben gebracht en evenmin een financiële last voor de staat. Verzoekster verwijst ter zake naar de arresten van het Hof van 24 januari 1978 (zaak 82/77, Van Tiggele, Jurispr. 1978, blz. 25, r. o. 25); 17 maart 1993 (gevoegde zaken C-72/91 en C-73/91, Sloman Neptun, Jurispr. 1993, blz. I-887, r. o. 21), en 30 november 1993 (zaak C-189/91, Kirsammer-Hack, Jurispr. 1993, blz. I-6185, r. o. 17 en 18).
- 46 Onder verwijzing naar de arresten van 21 maart 1991 (zaak C-303/88, Italië/Commissie, Jurispr. 1991, blz. I-1433) en 2 februari 1988 (gevoegde zaken 67/85, 68/85 en 70/85, Van der Kooy e. a., Jurispr. 1988, blz. 219) en naar de conclusies van de advocaat-generaal bij laatstbedoeld arrest (blz. 240), wijst verzoekster erop, dat noch de Caisse noch CDC-P in de onderhavige zaak heeft gehandeld op instigatie of onder de beslissende of effectieve invloed van de staat. De Caisse en CDC-P zijn geen staatsorganen of door de staat gecontroleerde particuliere instellingen, en hun beslissingen worden genomen zonder dat de staat vooraf instructies geeft of ze achteraf goedkeurt, zodat de Commissie de inschrijving door CDC-P op de uitgaven van Air France in april 1993 niet als staatssteun had mogen aanmerken.
- 47 De Commissie herinnert in de eerste plaats aan de rechtspraak van het Hof, dat het verbod van artikel 92, lid 1, van het Verdrag voor alle steunmaatregelen van de Lid-Staten geldt, zonder dat een onderscheid mag worden gemaakt tussen de gevallen waarin de steun rechtstreeks door de staat wordt verleend, en die waarin hij wordt verleend door van overheidswege ingestelde of aangewezen publiek- of privaatrechtelijke beheersorganen (arrest Van der Kooy, reeds aangehaald, r. o. 35). In casu is de Caisse ingevolge de toepasselijke nationale voorschriften belast met het

beheer van openbare en particuliere fondsen, die vaak ingevolge een wettelijke of bestuursrechtelijke verplichting zijn gedeponeerd. Overigens zijn zowel het gebruik dat van de door de Caisse beheerde geldmiddelen wordt gemaakt als de opvraging van deposito's bij wet of besluit geregeld.

48 De Commissie verwijst in dit verband naar het arrest van het Hof van 2 juli 1974 (zaak 173/73, Italië/Commissie, Jurispr. 1974, blz. 709, r. o. 16), naar luid waarvan sprake is van staatsmiddelen wanneer de betrokken middelen afkomstig zijn uit krachtens de wetgeving van de staat verplichte bijdragen, en bovendien worden beheerd en verdeeld overeenkomstig deze wetgeving, zelfs indien zij worden beheerd door instellingen die los staan van de overheid. Zij stelt zich op het standpunt, dat de bedragen die bij de Caisse zijn gedeponeerd ingevolge wettelijke en bestuursrechtelijke verplichtingen, zijn te beschouwen als verplichte bijdragen in de zin van dit arrest. In ieder geval hoeft niet te worden aangetoond, dat de middelen waarvan het gebruik door de teksten is voorgeschreven, specifiek en uitdrukkelijk als steunmaatregelen zijn bedoeld (arrest van 21 maart 1991, Italië/Commissie, reeds aangehaald, r. o. 14). De bij de Caisse gedeponeerde bedragen zouden dus niet als particuliere geldmiddelen kunnen worden beschouwd.

49 De Commissie legt de nadruk op de staatstussenkomst bij de aanstelling van de directieleden van de Caisse. Zo wordt ingevolge de toepasselijke nationale bepalingen de directeur-generaal van de Caisse benoemd door de president van de Republiek, op voordracht van de minister van Economische zaken en van Financiën. Dat ten tijde van de feiten de directeur-generaal door de president van de Republiek slechts kon worden afezetz op verzoek van de commissie van toezicht, doet niet af aan de rol van de staat, nu nagenoeg alle leden van deze commissie deel uitmaken van het staatsapparaat. Over de benoeming van de andere directieleden van de Caisse en de uit de particuliere sector afkomstige bestuurders wordt beslist door de regering, en het personeel in vaste dienst valt onder het algemene ambtenarenstatuut. De beslissende rol van de overheid bij de werking van de Caisse, staat dus buiten kijf.

50 Wat de commissie van toezicht betreft, preciseert de Commissie dat de omstandigheid dat deze de wetgever vertegenwoordigt, niet afdoet aan de ongeschiktheid van de Caisse aan de staat. Vanuit het oogpunt van het gemeenschapsrecht is de

staat namelijk verantwoordelijk, ongeacht het orgaan dat het gemeenschapsrecht heeft miskend. Volgens de rechtspraak van het Hof in andere materies, doet het er niet toe in welke hoedanigheid de staat handelt (arresten van 26 februari 1986, zaak 152/84, Marshall, Jurispr. 1986, blz. 723, r. o. 49, en 15 mei 1986, zaak 222/84, Johnston, Jurispr. 1986, blz. 1651, r. o. 56). Men kan dus niet ontkennen, dat de handelingen van de Caisse zijn te beschouwen als handelingen van de staat, ongeacht de afdeling die de geldmiddelen ter beschikking stelt voor een bepaalde transactie.

- 51 De Commissie leidt hieruit af, dat de Caisse, die een openbare instelling is, ongeacht haar specifieke kenmerken onder de verdragsbepalingen inzake staatssteun valt. Hoewel zij theoretisch onder het gezag van de wetgevende macht staat, kunnen haar activiteiten niet worden onttrokken aan de communautaire toetsing van steunmaatregelen van de staat. Het gaat om een openbare instelling, zodat niet kan worden betwist dat haar activiteiten aan de staat zijn toe te rekenen.
- 52 In repliek betwist verzoekster de relevantie van de arresten van 2 juli 1974 en 21 maart 1991 (Italië/Commissie, reeds aangehaald), waarop de Commissie zich beroept ten betoge dat de geldmiddelen die CDC-P heeft gebruikt, staatsmiddelen zijn. De ter beschikking van de Caisse gestelde middelen zijn namelijk van particuliere oorsprong, zodat zij absoluut niet zouden kunnen worden beschouwd als afkomstig uit door de staat toegewezen middelen; bovendien vormen deze particuliere middelen vlottende en opeisbare schuldvorderingen van de deposanten op de Caisse, zodat het niet gaat om door de wetgeving van de staat opgelegde „verplichte bijdragen”, en er dus geen sprake kan zijn van staatsmiddelen.
- 53 Verzoekster voegt hieraan toe, dat de commissie van toezicht een werkelijk controleorgaan is, met een effectieve invloed op de beslissingen van de directeur-generaal van de Caisse. In ieder geval heeft de Commissie niet aangetoond, dat het besluit van de Caisse om een deel van haar eigen middelen ter beschikking van CDC-P te stellen met het oog op de litigieuze investering, buiten de controle van de commissie van toezicht om zou zijn gebeurd.

- 54 Bovendien vloeit het door de Commissie gebruikte begrip „staatsapparaat” voort uit een ontelijke veralgemening van het begrip staatsinstanties in de zin van artikel 92 van het Verdrag. De enige staatsinstanties die kunnen beslissen over de toekenning van een economisch voordeel dat een steunmaatregel van de staat kan vormen, zijn die welke over de politieke bevoegdheid beschikken om maatregelen van algemeen belang te nemen, met name de regering en het centraal bestuur van de staat, dat is belast met de toepassing van de door haar vastgestelde beleidslijnen inzake economische politiek.

Beoordeling door het Gerecht

- 55 Onderzocht moet worden, of de litigieuze investering van CDC-P door de Commissie terecht kon worden beschouwd als het resultaat van een aan de Franse Staat toe te rekenen gedraging (arrest van 21 maart 1991, Italië/Commissie, reeds aangehaald, r. o. 11).
- 56 In de artikelen 92, lid 1, van het Verdrag en 61, lid 1, van de EER-Overeenkomst is sprake van steunmaatregelen van de staten of „in welke vorm ook” met staatsmiddelen bekostigd. Bij de uitlegging van deze bepalingen dienst derhalve niet te worden uitgegaan van formele criteria, doch wel van het doel van deze bepalingen, dat er ingevolge artikel 3, sub g, van het Verdrag in bestaat te verzekeren dat de mededinging niet wordt vervalst. Hieruit volgt, dat alle steunmaatregelen die de mededinging bedreigen en worden toegekend door de openbare sector, onder voormelde bepalingen vallen, zonder dat daarvoor vereist is dat deze steunmaatregelen worden toegekend door de regering of door een centrale overheidsinstantie van een Lid-Staat (in die zin, arrest Hof van 21 maart 1991, zaak C-305/89, Italië/Commissie, Jurispr. 1991, blz. I-1603, r. o. 13, en arrest Sloman Neptun, reeds aangehaald, r. o. 19).
- 57 In casu kan het Gerecht zijn onderzoek beperken tot het statuut van de Caisse. Zelfs al is de betrokken inschrijving op effecten namelijk formeel verricht door CDC-P, een privaatrechtelijke naamloze vennootschap, heeft verzoekster (in repliek, punt 12) uitdrukkelijk erkend, dat deze „investering plaats heeft gevonden

onder de beslissende impuls van haar meerderheidsaandeelhouder, [de Caisse] en met de door deze ter beschikking gestelde middelen". Hieruit volgt, dat de betrokken inschrijving in ieder geval aan de Caisse is toe te rekenen. Bijgevolg kan de door verzoekster in verband met de beweerde autonomie van CDC-P ontwikkelde redenering niet worden aanvaard.

- 58 Wat de Caisse betreft, zij eraan herinnerd, dat zij als „bijzondere instelling” is opgericht bij de Financiewet van 1816, en „onder het toezicht en de garantie van de wetgever” is geplaatst, dat haar opdrachten — met name het beheer van overheids en particuliere geldmiddelen in de vorm van verplichte deposito's — zijn geregeld bij wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen, dat haar directeur-generaal wordt benoemd door de president van de Republiek, en de andere directieleden door de regering.
- 59 Deze elementen volstaan om de Caisse te beschouwen als een onderdeel van de openbare sector. Weliswaar heeft zij alleen banden met de „wetgevende macht”, doch de wetgevende macht is een van de constitutionele machten van een staat, zodat haar gedragingen noodzakelijkerwijs aan de staat zijn toe te rekenen.
- 60 Deze redenering vindt steun in de rechtspraak van het Hof inzake niet-nakoming door staten in de zin van artikel 169 van het Verdrag, waar het heeft verklaard, dat een Lid-Staat aansprakelijk is, ongeacht de vraag welk staatsorgaan door zijn handelen of nalaten het verzuim heeft veroorzaakt, „zelfs al betreft het een constitutioneel onafhankelijke instelling” (arrest van 5 mei 1970, zaak 77/69, Commissie/België, Jurispr. 1970, blz. 237, r. o. 15). Dit geldt eveneens voor het toezicht op steunmaatregelen van de staat, nu het Hof heeft erkend, dat de in artikel 93, lid 2, tweede alinea, van het Verdrag voorziene beroepsgang niet meer is dan een variant van het beroep wegens niet-nakoming, specifiek aangepast aan de bijzondere problemen die steunmaatregelen van staten meebrengen voor de mededinging in de gemeenschappelijke markt (arrest van 14 februari 1990, zaak C-301/87, Frankrijk/Commissie, Jurispr. 1990, blz. I-307, r. o. 23).

- 61 Uit een en ander volgt, dat de Commissie er op goede gronden vanuit kon gaan, dat de Caisse een instelling van de openbare sector is waarvan de handelwijze aan de Franse Staat is toe te rekenen.
- 62 Aan deze conclusie doen niet af de argumenten ontleend aan de juridische autonomie van de Caisse ten opzichte van de politieke overheid van de staat, de onafzetbaarheid van haar directeur-generaal die uitsluitend is onderworpen aan de controle van een autonome commissie van toezicht, het specifieke statuut van de Caisse ten opzichte van de Cour des comptes, alsmede haar bijzonder boekhoudkundig en fiscaal statuut. Het gaat daarbij namelijk om elementen die te maken hebben met de interne organisatie van de openbare sector, en het bestaan van voorschriften ter verzekering van de autonomie van een openbare instelling ten opzichte van andere instellingen doet niet af aan het beginsel, dat deze instelling een openbaar karakter heeft. Het gemeenschapsrecht verzet zich ertegen, dat door de oprichting van autonome instanties belast met de verdeling van steun, de regels betreffende staatssteun zouden worden omzeild.
- 63 Voor zover verzoekster eveneens het karakter van staatssteun van de litigieuze investering betwist, onder verwijzing naar de particuliere oorsprong van de door de Caisse beheerde middelen en de omstandigheid dat de deposanten van deze middelen ze te allen tijde kunnen terugvragen, dient eraan te worden herinnerd, dat volgens de rechtspraak van het Hof (arrest Van Tiggele, reeds aangehaald, r. o. 25, en arrest van 13 oktober 1982, gevoegde zaken 213/81, 214/81 en 215/81, Norddeutsches Vieh- und Fleischkontor, Jurispr. 1982, blz. 3583, r. o. 22), de litigieuze investering als een steunmaatregel van de staat is te beschouwen, wanneer het gaat om een rechtstreeks of onrechtstreeks met staatsmiddelen toegekend voordeel, hetgeen onderstelt „dat de middelen waaruit de steun wordt bekostigd, van de Lid-Staat afkomstig zijn”.
- 64 Verzoekster verdedigt de zienswijze, dat de bij de Caisse gedeponeerde middelen terugbetaalbaar zijn en dus niet identiek zijn met de „verplichte bijdragen” waarover het ging in het arrest van 2 juli 1974 (Italië/Commissie, reeds aangehaald), omdat alleen laatstbedoelde bijdragen definitief ter beschikking van de staat blijven. In dit verband moet eraan worden herinnerd, dat volgens het Hof in dit arrest (r. o. 33-35), de gedeeltelijke verlichting van ten laste van de ondernemingen in een bepaalde sector van het bedrijfsleven komende openbare financiële lasten een

steunmaatregel in de zin van artikel 92 van het Verdrag was, nu de daaruit voortvloeiende inkomstenderving werd gecompenseerd door middelen uit door de wettelijke regeling van de staat opgelegde verplichte bijdragen.

- 65 De zaak die thans aan de orde is verschilt wel van die waarover het ging in voormeld arrest, voor zover de bij de Caisse gedeponeerde bedragen voor de deposanten niet verloren zijn, doch door hen kunnen worden opgevraagd. Anders dan de inkomsten uit belastingen en verplichte bijdragen, staan deze bedragen dus niet definitief ter beschikking van de openbare sector. Toch moet worden onderzocht, in hoeverre dit juridisch statuut van de door de Caisse beheerde middelen overeenkomt met de economische realiteit, met name gelet op de omstandigheid, dat het gemeenschapsrecht geldt voor steunmaatregelen „in welke vorm ook” met staatsmiddelen bekostigd.
- 66 In dit verband moet worden vastgesteld, dat de in- en uitboekingen van geldmiddelen bij de Caisse een constant saldo opleveren, dat zij kan gebruiken alsof de met dit saldo overeenkomende geldmiddelen definitief te harer beschikking stonden. Zoals verzoekster zelf heeft opgemerkt, kan de Caisse zich dus „als investeerder gedragen op basis van de evolutie van de markten” (verzoekschrift, punt 11), en daarbij onder haar eigen verantwoordelijkheid bedoeld beschikbaar saldo aanwenden.
- 67 Het Gerecht is van oordeel, dat de litigieuze investering, die is gefinancierd met het saldo waarover Caisse kon beschikken, even goed de mededinging kan vervalsen in de zin van artikel 92, lid 1, van het Verdrag, als wanneer deze investering was gefinancierd met inkomsten uit belastingen of verplichte bijdragen. Deze bepaling omvat dus alle geldelijke middelen die de openbare sector daadwerkelijk kan gebruiken om ondernemingen te steunen, ongeacht of deze middelen al dan niet permanent deel uitmaken van het vermogen van die sector. Dat de door de Caisse gebruikte middelen moesten worden gerestitueerd, is derhalve irrelevant. Overigens wijst niets in het dossier erop, dat de investeringsverrichtingen hinder zouden hebben ondervonden van het feit dat de gebruikte geldmiddelen te restitueren zijn.

68 Ten slotte wordt deze conclusie niet weersproken door het arrest van het Hof van 30 januari 1985 (zaak 290/83, Commissie/Frankrijk, Jurispr. 1985, blz. 439, r. o. 15), waarin is verklaard, dat „onder artikel 92 EEG-Verdrag valt een steunmaatregel waartoe (...) door een openbare instelling is besloten en die door die instelling is gefinancierd, waaraan slechts na goedkeuring door de overheid uitvoering kan worden gegeven (...)”. Dit arrest moet namelijk niet aldus worden begrepen, dat de kwalificatie als steunmaatregel steeds het verlenen van goedkeuring door de overheid impliceert, zelfs ingeval tot de betrokken financiële transactie is besloten en zij is gefinancierd door een instelling die zelf reeds deel uitmaakt van de openbare sector; het Hof heeft zich er integendeel toe bepaald, alle factoren te vermelden die in de betrokken zaak daadwerkelijk een rol speelden, en heeft daaraan de conclusie verbonden, dat deze factoren in hun geheel beschouwd in ieder geval onder artikel 92, lid 1, van het Verdrag vielen. Ook al is de investering waartoe de Caisse is overgegaan, niet door de Franse regering goedgekeurd, toch volstaat dat de Caisse, die deel uitmaakt van de openbare sector, voor deze investering geldmiddelen heeft gebruikt waarover zij, zoals hierboven uiteengezet, kon beschikken, om in het geval van de betrokken investering te spreken van een maatregel van de staat die als een steunmaatregel in de zin van artikel 92, lid 1, van het Verdrag kan worden aangemerkt.

69 Uit een en ander volgt, dat het eerste onderdeel van het eerste middel niet kan slagen.

Tweede onderdeel van het eerste middel

70 Wat het verwijt betreft dat verzoekster met een beroep op verschillende afzonderlijke argumenten aan de Commissie richt, dat zij in het onderhavige geval niet het criterium heeft toegepast betreffende een voorzichtig particulier investeerder die volgens de in een markteconomie normale gebruiken handelt, zij er in de eerste plaats aan herinnerd, dat dit criterium is afgeleid uit het beginsel van gelijke behandeling van de openbare en de particuliere sector, welk beginsel inhoudt, dat wanneer kapitaal onder met normale marktvoorwaarden overeenkomende omstandigheden, al dan niet rechtstreeks, door de staat ter beschikking van een onderneming wordt gesteld, dit niet als staatssteun kan worden aangemerkt (arrest van 21 maart 1991, zaak C-303/88, Italië/Commissie, reeds aangehaald, r. o. 20).

- 71 In de tweede plaats moet eraan worden herinnerd, dat het Hof in zijn arrest van 29 februari 1996 (zaak C-56/93, België/Commissie, Jurispr. 1996, blz. I-723, r. o. 10 en 11), bij het onderzoek van middelen ontleend aan respectievelijk kennelijk onjuiste beoordeling van de feiten en onjuiste uitlegging van artikel 92, lid 1, van het Verdrag, heeft verklaard, dat het onderzoek door de Commissie van de vraag of een bepaalde maatregel als steunmaatregel in de zin van artikel 92, lid 1, van het Verdrag kan worden aangemerkt, omdat de staat niet zou hebben gehandeld „als een gewone ondernemer”, met een ingewikkelde economische beoordeling gepaard gaat. Ook in de onderhavige zaak is de toepassing door de Commissie van het criterium betreffende de normale handelwijze van een voorzichtig particulier investeerder gepaard gegaan met ingewikkelde economische beoordelingen.
- 72 Het is evenwel vaste rechtspraak, dat de Commissie bij de vaststelling van een handeling die een dergelijke beoordeling impliceert, over een discretionaire bevoegdheid beschikt. De rechterlijke toetsing dient te worden beperkt tot de vraag, of de procedure- en motiveringsvoorschriften in acht zijn genomen, of de feiten op grond waarvan de betwiste keuze is gemaakt, juist zijn vastgesteld, en of er geen sprake is van een kennelijk onjuiste beoordeling van deze feiten dan wel van misbruik van bevoegdheid (arrest België/Commissie, reeds aangehaald, r. o. 11).
- 73 Deze overwegingen dienen als basis te worden genomen voor het onderzoek van de door verzoekster aangevoerde argumenten.

Het argument ontleend aan een onjuiste analyse van de datum van de investeringsbeslissing van CDC-P

— Argumenten van partijen

- 74 Volgens verzoekster heeft de Commissie, waar zij in de bestreden beschikking uitsluitend is uitgegaan van de datum van de daadwerkelijke inschrijving door CDC-P op de door Air France uitgegeven effecten, namelijk de maand april 1993, de termijnen buiten beschouwing gelaten die noodzakelijk zijn voor de voorberei-

ding en de tenuitvoerlegging van een dermate ingewikkelde operatie als de uitgifte van ORA en TSIP-BSA. CDC-P heeft namelijk meegewerkt aan de voorbereiding van deze uitgiften, en is dus van meet af aan betrokken geweest bij de totstandkoming van de financieringsoperatie die uiteindelijk aan het publiek is voorgesteld. De eerste contacten tussen Air France en CDC-P zouden namelijk in november 1992 hebben plaatsgevonden. Nadat Air France tot de conclusie was gekomen dat de financiële vooruitzichten op middellange termijn gunstig waren, zouden Air France en CDC-P in december 1992 hebben besloten over te gaan tot een financiële simulatie op lange termijn, die in januari 1993 zou zijn voltooid. De raad van bestuur van CDC-P zou reeds in januari 1993 officieel op de hoogte zijn gebracht van de litigieuze operatie. CDC-P zou destijds aan Air France mededeling hebben gedaan van een voorstel tot inschrijving overeenkomend met het bedrag waarvoor een openbaar beroep op de kapitaalmarkt zou worden gedaan, wat in feite inhield dat zij de goede afloop van de voorgenomen operatie garandeerde.

- 75 Verzoekster benadrukt, dat eerst aan het einde van het eerste trimester van 1993 „de dramatische verslechtering van de financiële structuur van Air France” bekend is geworden, waarop de Commissie zich baseert om de litigieuze investering als staatssteun te kwalificeren. Het rentabiliteitsonderzoek waarop de investeringsbeslissing was gebaseerd, is evenwel uitgevoerd op basis van op 30 september 1992 afgesloten rekeningen, de enige cijfers die einde 1992 beschikbaar waren, en het eerste trimester van 1993 stond volledig in het teken van de uitvoering van de voorgenomen uitgiften. De inschrijving in april 1993 was dus niets anders dan het formeel resultaat van een ontwikkeling voortvloeiend uit een economische beslissing van begin 1993, toen bovenbedoelde verslechtering van de financiële situatie nog niet had plaatsgevonden.

- 76 Volgens verzoekster heeft de Commissie, waar zij zich baseert op het formeel aspect van de investering, namelijk de inschrijving in april 1993, en niet op de feiten die tot die beslissing hebben geleid, het tijdstip van de economische beoordeling van de operatie vier maanden na de werkelijke datum van de beslissing gesitueerd. Aldus is zij afgeweken van haar eigen doctrine inzake mededinging en staatssteun, volgens welke is uit te gaan van de economische aard van de operatie en niet van de juridische vorm ervan. Zij zou aldus zonder rechtvaardiging hebben geopteerd voor de oplossing die het best overeenkomt met haar belangen, zonder rekening te houden met de praktische realiteiten van de organisatie van een openbaar beroep op de kapitaalmarkt.

- 77 De Commissie herinnert eraan, dat volgens de bestreden beschikking, de datum van de investeringsbeslissing van CDC-P overeenkomstig de normale gebruiken in de zakenwereld dient samen te vallen met die van de daadwerkelijke inschrijving in april 1993, en dat deze datum in ieder geval niet vóór 17 februari 1993 kan worden gesitueerd. Waar zij ervan is uitgegaan, dat vóór deze datum geen enkele rechtens onherroepelijke beslissing kon worden genomen, heeft zij geredeneerd in overeenstemming met de werkelijkheid van de bevoegdheden en de besluitvorming, ongeacht de louter juridische vormelijkheden. In hun nota van 7 januari 1994 aan de Commissie, hebben de Franse autoriteiten duidelijk gesteld, dat „CDC-P in februari 1993 het besluitvormingsproces betreffende de inschrijving” (op de betrokken uitgiften) „heeft afgesloten”.

— Beoordeling door het Gerecht

- 78 Volgens de vaststellingen van de Commissie in de bestreden beschikking (blz. 32), gebaseerd op de gegevens van de Franse autoriteiten,

„(...) stelde de raad van bestuur van Air France na overleg met CDC-P de voorwaarden voor de obligaties vast en legde hij op 17 februari 1993 de uitgifte ter goedkeuring aan de aandeelhouders voor. De buitengewone vergadering van aandeelhouders keurde vervolgens de uitgifte van obligaties op 24 maart 1993 goed, alsmede de definitieve voorwaarden voor de transactie. Volgens de normale gebruiken in de zakenwereld zou het besluit van CDC-P om te investeren plaats moeten hebben gevonden toen op de obligaties werd ingetekend (april 1993). De Franse instanties hebben niet kunnen aantonen dat CDC-P wettelijk verplicht was om vóór die datum op de uitgifte in te tekenen. Aangezien er geen verbindende juridische tekst bestond, zou iedere verklaring van CDC-P vóór de datum van intekening slechts moeten worden beschouwd als een intentieverklaring. Zelfs al zou CDC-P het besluit om te investeren vóór april 1993 hebben genomen en dit besluit niet hebben kunnen herroepen, is de relevante datum op zijn vroegst 17 februari 1993 (dit wil zeggen de datum van het voorstel van de raad van bestuur om de obligaties uit te geven). Vóór die datum waren de eindvoorwaarden voor de uitgifte niet vastgesteld en had CDC-P derhalve onvoldoende gegevens om de eindbeslissing te nemen of zich op enigerlei andere wijze vast te leggen.”

- 79 Deze redenering van de Commissie is niet aangetast door een kennelijke beoordelingsfout. Onder normale omstandigheden zou een voorzichtig particulier investeerder geen beslissing hebben genomen waarbij hij onherroepelijk de

verplichting op zich nam over te gaan tot een dermate omvangrijke investering als die welke thans aan de orde is of de goede afloop daarvan te garanderen, zolang de modaliteiten daarvan niet definitief waren vastgesteld. In casu zou hij een dergelijke beslissing dus niet hebben genomen vóór 17 februari 1993. In een situatie als die welke ten grondslag ligt aan het onderhavige geding — waarin aan de inschrijving op de litigieuze effecten in april 1993 verschillende maanden van onderhandelingen tussen de emittent en de inschrijver vooraf waren gegaan —, zou een voorzichtig particulier investeerder er bovendien zorg voor hebben gedragen in de loop van deze onderhandelingsperiode de economische en financiële ontwikkeling van de onderneming waarop zijn investeringsproject betrekking had, zorgvuldig te volgen. Zou zich een belangrijke negatieve ontwikkeling hebben voorgedaan, dan zou hij niet hebben gearzeld van dit project af te zien, zolang hij niet juridisch tot de tenuitvoerlegging ervan verplicht was. De Commissie kon er dus terecht van uitgaan, dat de investeringsbeslissing in casu is genomen in april 1993 of op zijn vroegst op 17 februari 1993.

- 80 De door verzoekster aan de orde gestelde vraag, welke relevante economische en financiële factoren een voorzichtig particulier investeerder op de betrokken datum redelijkerwijs in aanmerking kon en moest nemen, zal in het kader van het volgende argument worden onderzocht.
- 81 Het argument ontleend aan een onjuiste analyse van de datum van de investeringsbeslissing, moet dus in ieder geval worden afgewezen.

Het argument ontleend aan een onjuiste analyse van de context van de investeringsbeslissing van CDC-P

— Argumenten van partijen

- 82 Verzoekster verwijt de Commissie, dat in de bestreden beschikking elke analyse van de algemene context van de markt voor luchttransport ten tijde van de litigieuze verrichtingen achterwege is gebleven. Een analyse van de directe context

van de litigieuze investering zou evenwel voor een voorzichtig particulier investeerder geen beletsel zijn geweest om dezelfde beslissing te nemen. Weliswaar blijkt uit de informatie die op de relevante datum beschikbaar was, dat de situatie van Air France in de loop van het boekjaar 1992 was verslechterd, doch op basis van diverse elementen kon CDC-P redelijkerwijs op een snelle verbetering van de situatie hopen. Een van die elementen is volgens verzoekster de toeneming van het luchtvervoer bij Air France in 1992 (+ 11,2 % eind november 1992).

- 83 Verzoekster voegt hieraan toe, dat het besluit om in te schrijven op de betrokken effecten in ruime mate is beïnvloed door de invoering in oktober 1992 van het herstructureringsprogramma (PRE 1) van Air France, dat bedoeld was als aanvulling bij het plan CAP'93, met als doelstelling een terugkeer naar het financieel evenwicht vanaf 1994, mede gelet op de omstandigheid dat verschillende jaren voordien een aanvang was gemaakt met de herstructurering van Air France. Hoewel de resultaten van Air France in 1992 dus beneden de verwachtingen bleven, mocht CDC-P erop vertrouwen dat haar financiële situatie de komende jaren in gunstige zin zou evolueren. In die context bleek uit het plan PRE 1, dat de directie van Air France vastbesloten was om de nodige maatregelen te nemen, aangezien het de bedoeling was de jaarlijkse zelffinancieringscapaciteit met 3 miljard FF te doen toenemen, via een verdere verlaging van het aantal personeelsleden de produktiviteit te verhogen, en een agressiever commercieel beleid te voeren. CDC-P mocht er dus van uitgaan, dat de massieve personeelsinkrimping (5 000 personeelsleden in twee jaar), de commerciële maatregelen om de daling van de inkomsten per eenheid tegen te gaan, alsmede de gecumuleerde doelstellingen van de programma's CAP'93 en PRE 1 (een stijging met 4,5 miljard FF van het bruto exploitatieoverschot in 1994) het antwoord waren voor de problemen van Air France, ook al waren zeer ruime termijnen voorzien voor de tenuitvoerlegging van de maatregelen waarin deze plannen voorzagen.

- 84 Verzoekster wijst er voorts op, dat de vooruitzichten inzake het herstel van Air France, die gebaseerd waren op de maatregelen waarin PRE 1 voorzag, tevens steun vonden in de vooruitzichten wat de evolutie van de markt voor het luchtvervoer in 1993 betrof. Enerzijds zou Air France begin 1993 een toename van haar personen- en goederenvervoer hebben overwogen: bovendien heeft de Compagnie financière Edmond de Rothschild Banque in een studie van 13 januari 1993 over een kapitaalverhoging van Air France erop gewezen, dat de markt voor luchtvervoer in weerwil van de geringe activiteit, bepaalde kenmerken vertoonde die op korte termijn hoopgevend waren voor de investeerders.

- 85 Waar de Commissie meer in het bijzonder heeft verwezen naar de onvolkomenheden van de door Air France ten uitvoer gelegde herstructureringsplannen, zou zij de bestreden beschikking hebben gebaseerd op omstandigheden waarvan de investeerders op het ogenblik van het besluit om in te schrijven op de litigieuze effecten, niet op de hoogte konden zijn. De mislukking van het plan PRE 1 zou namelijk het gevolg zijn geweest van gebeurtenissen in de loop van het eerste semester van het jaar 1993. Bovendien zou het herstructureringsprogramma CAP'93 in april 1993 nog niet voltooid zijn geweest, zodat de Commissie niet mocht stellen dat de financiële doelstellingen van CAP'93 op het tijdstip van de betrokken inschrijving niet konden worden verwezenlijkt. Evenmin kon CDC-P op het tijdstip van de litigieuze investering op de hoogte zijn van de daling van het aantal passagiers tijdens de eerste vier maanden van 1993, en van de financiële situatie van Air France na september 1992.
- 86 Wat de context op middellange en lange termijn van de betrokken investering betreft, wijst verzoekster erop, dat de vooruitzichten zowel voor de sector der luchtvaartmaatschappijen in het algemeen als voor Air France in het bijzonder, van dien aard waren dat een deelneming aan de betrokken uitgiften vanuit financieel oogpunt als een goede zaak kon worden beschouwd. Onder verwijzing naar de studie van de Compagnie Rothschild, wijst zij er in het bijzonder op, dat het daarin heet, dat „de rentabiliteit van de maatschappijen, wanneer zij hun produktiviteit hebben verbeterd, bij de opleving van de economie aanzienlijk zou moeten toenemen”, op welke grond „in sommige analyses de sector in zijn geheel wordt aanbevolen, gelet op de vooruitzichten op lange termijn”.
- 87 In dit verband herinnert verzoekster aan de troeven die Air France in handen had, namelijk de bevoorrechte toegang tot de luchthaven Charles-de-Gaulle te Roissy-en-France, een zeer goed ontwikkeld net in Frankrijk en op internationaal vlak, en een financiële structuur die eind 1992 de vergelijking kon doorstaan met die van haar voornaamste concurrenten, voor zover zij al niet beter was. De schulden van Air France kwamen namelijk overeen met 33 % van haar omzet tegen 38 % bij British Airways, 41 % bij Swissair of 67 % bij Japan Airlines. Bovendien is eind 1992 de verhouding tussen het nettoresultaat en de omzet van de groep Air France nog steeds volkomen vergelijkbaar met die van haar concurrenten. Dit geheel van elementen was voor de zakenbank Lehman Brothers aanleiding om in een studie die in september 1993 is gepubliceerd, te wijzen op de mogelijkheden van Air France: „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 Overigens wordt de optimistische analyse van de marktevolutie op lange termijn bevestigd door de Commissie zelf, waar zij in haar beschikking 94/118/EG van 21 december 1993 betreffende steun die Ierland voornemens is te verlenen aan het Aer Lingus-concern (PB 1994, L 54, blz. 30), heeft bevestigd dat de vooruitzichten voor de luchtvaartindustrie op lange termijn positief blijven en dat, indien de economie in het algemeen zich weet te herstellen, de luchtvaartmaatschappijen in de loop van de volgende twee jaren betere resultaten mogen verwachten (blz. 38). Bovendien heeft de Commissie in haar beschikking 94/653 (reeds aangehaald) van 27 juli 1994, dus van dezelfde datum als de bestreden beschikking, en houdende goedkeuring van de aangemelde kapitaalverhoging van Air France, gepreciseerd dat het passagiersvervoer in 1992 en 1993 is gestegen met respectievelijk 14 % en 9 %, zodat de vooruitzichten voor de Europese luchtvaartindustrie op middellange termijn (1994/1997) tamelijk gunstig waren, nu de verwachte jaarlijkse groei rond 6 % lag (blz. 82).

89 Voorts wijst verzoekster erop, dat de zienswijze van de Commissie in de bestreden beschikking tegengesteld is aan die welke zij heeft ingenomen in verband met de ORA-uitgifte door Air France in juli 1992; toen was zij namelijk van mening, dat in het jaar 2000 het bezit van aandelen van Air France een „belangrijk pluspunt zou zijn, gelet op de vooruitzichten inzake de ontwikkeling van de groep Air France en de waardeinstijging van de maatschappij”. Verzoekster stelt dat de situatie van Air France tussen juli 1992 en begin 1993 inderdaad is verslechterd, doch dat dit niet afdoet aan de vooruitzichten van de onderneming op lange termijn. Wegens de moeilijkheden van voorbijgaande aard die zij tijdens deze periode heeft gekend, is alleen het risico voor de investeerders gestegen, wat heeft geleid tot een stijging van de vergoeding die is toegekend in het kader van de uitgiften in april 1993 ten opzichte van die in 1992.

90 Verzoekster leidt hieruit af, dat de Commissie in de bestreden beschikking niet kon stellen dat een normaal investeerder niet in deze sector zou hebben geïnvesteerd en CDC-P het verwijt maken dat zij vanaf begin 1993 heeft geanticipeerd op deze algemene evolutie van de markt voor luchtvervoer. CDC-P was zich bewust van de financiële moeilijkheden van Air France zoals zij bleken uit haar rekeningen op 30 september 1992, en was van mening dat deze moeilijkheden slechts van voorbijgaande aard waren en moesten worden gezien in een gunstige algemene context die op termijn tot gevolg zou hebben dat Air France opnieuw rendabel werd. Overigens deelden ook de particuliere investeerders die op de litigieuze uitgiften hebben ingeschreven, deze zienswijze.

- 91 In ieder geval kon CDC-P ten tijde van haar beslissing — toen alleen de rekeningen van Air France op 30 september 1992 beschikbaar waren en de definitieve rekeningen voor het boekjaar 1992 nog niet waren gepubliceerd —, op goede gronden uitgaan van de gunstige bedrijfsresultaten van de groep Air France tijdens het boekjaar 1991 (winst van 213 miljoen FF) en de positieve nettoresultaten tijdens de boekjaren 1983 tot en met 1989 (685 miljoen FF in 1989). Verzoekster verwijst in dit verband naar het arrest van het Hof 10 juli 1986 (zaak 234/84, België/Commissie, Jurispr. blz. 2263, r. o. 15), waarin het heet dat een particulier aandeelhouder redelijkerwijze het kapitaal kan inbrengen dat noodzakelijk is voor het voortbestaan van een onderneming die tijdelijk in moeilijkheden verkeert, maar die, desgevallend na een herstructurering, opnieuw rendabel kan worden.
- 92 De Commissie zet in de eerste plaats uiteen, dat zij niet heeft gesteld, dat een particulier investeerder niet zou hebben geïnvesteerd in de luchtvaartsector. Wel heeft zij onderzocht of een particulier investeerder, gelet op de financiële situatie van Air France, 1,5 miljard FF zou hebben geïnvesteerd ten tijde van de beslissing van CDC-P. Met name het achterwege blijven van een behoorlijk herstructureringsprogramma zou haar ertoe hebben gebracht, deze vraag ontkennend te beantwoorden.
- 93 Het ware onjuist te stellen dat CDC-P bij haar investeringsbeslissing rekening heeft gehouden met het herstructureringsprogramma CAP'93. Dit programma is in oktober 1992 namelijk vervangen door het plan PRE 1. Zoals blijkt uit de nota van de Franse autoriteiten van 7 januari 1994, was de investering van CDC-P te zien „in het kader van een belangrijk herstructureringsplan dat is voorgesteld in de herfst van 1992 (plan de retour à l'équilibre)”. De Commissie herinnert er in dit verband aan, dat zij in de bestreden beschikking (blz. 33 en 34) het PRE 1 in bijzonderheden heeft besproken, en tot de conclusie is gekomen dat het ontoereikend was om, zelfs op lange termijn, de economische levensvatbaarheid van Air France te herstellen. Zij zou bij haar onderzoek zijn uitgegaan van het PRE 1 zoals het in oktober 1992 is voorgesteld, en zou bij haar beoordeling geen rekening hebben gehouden met gebeurtenissen die zich na de litigieuze investeringsbeslissing hebben voorgedaan.
- 94 Bovendien zou verzoekster ten onrechte stellen, dat op het tijdstip van de investeringsbeslissing van CDC-P uitsluitend de rekeningen van Air France op

30 september 1992 beschikbaar waren. De omvang van de verliezen van Air France in 1992 was voorzienbaar en stond reeds in november 1992 gedeeltelijk vast. Reeds op 13 oktober, 7 november en 15 december 1992 was in persartikelen geschreven, dat de president en de directeur-generaal van Air France voor het jaar 1992 geconsolideerde verliezen van 3 miljard FF hadden aangekondigd. Het vooruitzicht van 3,2 miljard FF verliezen was uitdrukkelijk vermeld in een prospectus van Air France betreffende een lening voor de maand februari 1993, die op 25 januari 1993 van het visum van de Commission des opérations de Bourse (hierna: „COB”) was voorzien. Het zou ondenkbaar zijn, dat CDC-P, die sedert november 1992 in onderhandeling was met Air France, van dit cijfer niet op de hoogte was en zich er niet van bewust was dat dit neerkwam op een ernstige verslechtering ten opzichte van de eerdere verliezen.

- 95 Anders dan verzoekster stelt, zou de directe context van de betrokken investering dus geenszins tot de conclusie leiden, dat een particulier investeerder op dezelfde wijze zou hebben gehandeld. Verzoekster kende de ernst van de situatie van Air France. De toename van het luchtvervoer met 11,2 %, waarop Air France zich voor de eerste elf maanden van 1992 beroept, wees geenszins op een verbetering van haar situatie, nu over dezelfde periode de opbrengst per eenheid met 8,1 % was gedaald. Bovendien waren de prestaties van Air France in 1992 eerder middelmatig in vergelijking met die van haar concurrenten: bij Air France steeg het aantal passagier-kilometers met 8,9 %, bij British Airways met 15,4 %, bij Lufthansa met 14 %, en bij KLM met 16,1 %, en voor alle bij de AEA aangesloten luchtvaartmaatschappijen samen bedroeg de gemiddelde verbetering voor 1992 in dit opzicht 13,3 %.
- 96 Volgens de Commissie waren bovendien de vooruitzichten op middellange en lange termijn niet van dien aard, dat zij voor een voorzichtig particulier investeerder een aansporing waren om ten tijde van het besluit van CDC-P in Air France te investeren. De Commissie is van mening, dat de studie van de Compagnie Rothschild waarop verzoekster zich beroept, niet de gevolgen onderzoekt van de liberalisatie van het luchtvervoer in 1997 en evenmin de financiële situatie van Air France, en de problemen verband houdend met haar produktiviteit buiten beschouwing laat. Wat het rapport van Lehman Brothers betreft, wijst de Commissie erop, dat het dateert van september 1993, zodat CDC-P op het tijdstip van haar investeringsbeslissing van de inhoud en de conclusies hiervan niet op de hoogte was. Daarbij komt nog, dat in verband met Air France in bedoeld rapport het volgende is verklaard: „Until recently, lack of strategic vision and restrictive work practices have been at the heart of continual and heavy group losses.” Voorts is volgens het rapport de mogelijkheid dat Air France een van de meest rendabele

Europese luchtvaartmaatschappijen wordt, afhankelijk van haar vermogen om haar kosten aanzienlijk te verlagen. Het PRE 1, dat tijdens de betrokken periode van toepassing was, voorzag evenwel niet in enige doeltreffende maatregel ter verlaging van de kosten van Air France.

— Beoordeling door het Gerecht

- 97 De bestreden beschikking beschrijft in bijzonderheden de economische situatie van Air France, en wijst met name op de dramatische verslechtering van haar financiële structuur in de loop van de drie jaar vóór de litigieuze investering. De Commissie zet daarin uiteen, dat Air France zonder onderbreking verliezen heeft geleden, 717 miljoen FF in 1990, 685 miljoen FF in 1991 en 3,2 miljard FF in 1992, zodat de verliezen verviervoudigd zijn ten opzichte van 1991, in weerwil van de vaststelling in 1991 van het herstructureringsprogramma CAP'93 en de inbreng in 1991 en 1992 van 5,84 miljard FF (zie r. o. 2, supra). Bovendien is zij van mening, dat het nieuwe herstructureringsplan PRE 1, dat in oktober 1992 is vastgesteld, kennelijk niet volstaat om, zelfs op lange termijn, de moeilijkheden van Air France te verhelpen.
- 98 De Commissie was niet verplicht, bij de uitoefening van de haar ter zake toekomende beoordelingsbevoegdheid, haar negatieve conclusie te milderen door rekening te houden met de enkele door verzoekster aangevoerde indicieën en positieve trends, nu ervan kon worden uitgegaan dat het belang ervan te verwaarlozen was in de context van de algemene economische en financiële situatie van Air France. In dit verband kan worden volstaan met te verwijzen naar het arrest van 3 oktober 1991 (zaak C-261/89, Italië/Commissie, Jurispr. 1991, blz. I-4437, r. o. 14), waarin het Hof de Commissie niet heeft verplicht alle positieve en negatieve elementen nauwgezet af te wegen, en in verband met de onderneming Alumina geen bezwaar heeft gemaakt tegen de algemene beoordeling, dat een positief resultaat, gesteld dat dit voorzienbaar was geweest, niet zou hebben volstaan om een hypothetische particuliere investeerder tot de betrokken kapitaalbreng over te halen, nu een dergelijk resultaat niet opweegt tegen de verpletterende schuldenlast en de enorme verliezen van de onderneming.

- 99 Verzoekster betwist niet dat de elementen waarop de Commissie zich in haar bestreden beschikking heeft gebaseerd, met de werkelijkheid overeenkomen, doch voert wel een aantal grieven aan tegen de conclusies van de Commissie.
- 100 Zij stelt in de eerste plaats, dat op de datum van de litigieuze investering de definitieve rekeningen van het boekjaar 1992, waaruit bleek dat de verliezen van dat jaar 3,2 miljard FF bedroegen, nog niet waren gepubliceerd, zodat CDC-P op die datum van dit negatieve resultaat nog niet op de hoogte kon zijn.
- 101 Er zij in dit verband aan herinnerd, dat de persberichten die in oktober, november en december 1992 zijn verschenen in *Le Figaro*, de *Financial Times* en *Le Monde*, melding maken van het door Air France verwachte deficit van 3 miljard FF over het boekjaar 1992. Bovendien is in een prospectus van een lening van Air France, die op 25 januari 1993 het visum van de COB heeft gekregen, bij wege van „toekomstperspectief” het volgende gezegd: „Het geconsolideerde nettoresultaat (aandeel van de groep) over het boekjaar 1992 wordt thans geraamd op een verlies van 3,2 miljard FF.” De Commissie kon er dus op goede gronden van uitgaan, dat een voorzichtig particulier investeerder op de hoogte zou zijn geweest van deze cijfers, te meer omdat de investeerder, CDC-P, sedert november 1992 in onderhandeling was met Air France. De grief ontleend aan de omstandigheid dat de Commissie het verlies van 3,2 miljard FF over 1992 in de beschouwing heeft betrokken, dient derhalve te worden afgewezen.
- 102 In de tweede plaats verwijt verzoekster de Commissie dat zij onvoldoende gewicht heeft gehecht aan het geheel van de doelstellingen van het herstructureringsplan PRE 1 en het programma CAP'93 — dat in april 1993 nog van toepassing was — en de bestreden beschikking heeft gebaseerd op omstandigheden die dateren van na de datum van de investeringsbeslissing, aangezien de mislukking van het plan PRE 1 het gevolg was van gebeurtenissen die zich na die datum hebben voorgedaan.
- 103 Er zij op gewezen, dat in de bestreden beschikking de maatregelen waarin PRE 1 voorzag, zijn beschreven, en dat daaraan de conclusie is verbonden, dat het plan in

verschillende opzichten leemten vertoont en op een aantal punten ontoereikend is. Zo wijst de Commissie er met name op dat, afgezien van het opzetten van een hub op de luchthaven Charles-De-Gaulle te Roissy-en-France, niet is voorzien in enige andere maatregel met het oog op een stijging van de inkomsten, dat het plan niet onderzocht hoe de markt ingevolge de liberalisatie waarschijnlijk zou evolueren, dat niet was voorzien in een aanpassing van het commercieel beleid van Air France aan de tijdelijke overcapaciteit in de luchtvaartsector, maar dat de strategie integendeel op investeringen was gebaseerd, en dat evenmin enige andere herstructureringsmaatregel was voorzien voor het geval van een verdere achteruitgang van de economische situatie van de luchtvaartmaatschappij. In de bestreden beschikking is in dit verband geen enkele omstandigheid die zich na februari 1993 zou hebben voorgedaan, vermeld of in aanmerking genomen. Tegen deze beoordeling brengt verzoekster uitsluitend in, dat de investeringsbeslissing van CDC-P sterk is beïnvloed door de invoering van het plan PRE 1, en voor het overige beperkt zij zich tot een weergave van de doelstellingen van het plan en een opsomming van de verhoopde resultaten. Het Gerecht is van oordeel, dat met deze redeneerwijze niet is aangetoond, dat de Commissie een kennelijke beoordelingsfout zou hebben gemaakt waar zij overwoog dat het plan PRE 1 ontoereikend was om, zelfs op lange termijn, de economische levensvatbaarheid en de rentabiliteit van Air France te herstellen.

104 Wat de gevolgen van het programma CAP'93 betreft, moet erop worden gewezen, dat de Franse autoriteiten in de loop van de administratieve procedure geen enkel verband hebben gelegd tussen de litigieuze investering en het programma CAP'93. In hun brief van 7 januari 1994 hebben zij er integendeel op gewezen, dat deze investering uitsluitend te zien was in de context van PRE 1. Bovendien is het programma CAP'93, dat gepaard ging met een injectie van 5,84 miljard FF in 1991 en 1992, afgesloten met een verviervoudiging van de verliezen van Air France, die in 1992 3,2 miljard FF bedroegen. Terecht heeft de Commissie dus in de bestreden beschikking geen rekening gehouden met het programma CAP'93.

105 In de derde plaats stelt verzoekster ten slotte, dat de Commissie, waar zij zich op het standpunt heeft geplaatst dat geen enkel voorzichtig particulier investeerder tot de betrokken investering zou zijn overgegaan, haar eigen optimistische vooruitzichten inzake de evolutie van de communautaire sector burgerluchtvaart in het algemeen en van Air France in het bijzonder, nadrukkelijk tegenspreekt. Zij voegt daaraan toe, dat deze optimistische vooruitzichten overigens door de deskundigen van de banksector werden gedeeld.

- 106 Waar verzoekster aldus verwijst naar de beschikkingen van de Commissie van 20 november 1991 en 15 juli 1992 (zie r. o. 2, supra), moet in de eerste plaats worden vastgesteld, dat zij de tekst van het perscommuniqué betreffende deze beschikkingen aanhaalt, dat veel optimistischer geformuleerd is wat de vooruitzichten van de groep Air France betreft dan de tekst van de beschikkingen zelf. De beschikkingen bepalen zich er namelijk toe de betrokken financiële verrichtingen als verenigbaar aan te merken met het beginsel van de voorzichtige particuliere investeerder, op grond van de overweging dat de vooruitzichten inzake het rendement van de investering op lange termijn „op basis van de beschikbare gegevens” zwaarder wegen dan de moeilijkheden op korte termijn die het gevolg zijn van de „huidige financiële structuur” van de groep Air France. Bovendien verklaart de Commissie in de beschikking van 20 november 1991, dat zij „uitdrukkelijk voorbehoud maakt wat betreft nieuwe kapitaalverhogingen van Air France in 1992 en 1993”, en dat haar beslissing over deze verrichtingen zal afhangen van „een nieuwe beoordeling van de economische en financiële situatie van de onderneming, van de toepassing van het „contrat de plan”, enzovoort.
- 107 Hieruit blijkt dus, dat de Commissie zelf beperkingen heeft gesteld aan de gevolgen in de tijd van haar beoordeling van de vooruitzichten van de groep Air France, zodat tegenstrijdigheid met de latere beoordeling in de bestreden beschikking uitgesloten is. Voor zover bovendien bij de beschikkingen van 1991 en 1992 de injectie van 5,84 miljard FF is goedgekeurd, is daarbij tevens rekening gehouden met het herstructureringsprogramma CAP'93 dat toen pas was bekendgemaakt, en waar de Commissie destijds blijkbaar geen bezwaren tegen had. Zoals hierboven is vastgesteld, zou een voorzichtig particulier investeerder zich er eerst aanvang 1993 rekenschap van hebben gegeven dat, in weerwil van CAP'93 en de injectie van 5,84 miljard FF, de verliezen van Air France tot het viervoudige zouden oplopen en dat het latere herstructureringsplan (PRE 1) ontoereikend zou zijn. Dit verklaart waarom de Commissie in de bestreden beschikking tot de conclusie kon komen, dat de vooruitzichten van de groep Air France op middellange en lange termijn ongunstig waren, zonder hiermee in tegenspraak te komen met de eerdere twee beschikkingen.
- 108 Wat voormelde beschikkingen 94/118 van 21 december 1993 (Aer Lingus), en 94/653 van 27 juli 1994 (Air France) betreft, was de Commissie, zoals in de bestreden beschikking, van mening dat de economische en financiële situatie van de betrokken ondernemingen van dien aard was, dat geen enkel voorzichtig particulier investeerder tot de betwiste financiële transacties zou zijn overgegaan. Zoals in de onderhavige zaak, zijn die transacties dus als staatssteun aangemerkt. Uitsluitend op basis van de afwijkende bepalingen van artikel 92, lid 3, sub c, van het

Verdrag heeft de Commissie het bestaan erkend van twee aanvaardbare herstructureringsplannen, en is zij bovendien tot de conclusie gekomen dat de voorgenomen steunmaatregelen gerechtvaardigd waren door de situatie van de burgerluchtvaart in de Gemeenschap, gelet op de gunstige vooruitzichten van de sector op middellange en langere termijn. Wat de toepassing van het criterium van de voorzichtige particuliere investeerder betreft, was er dus geen tegenstrijdigheid.

- 109 De positieve conclusies van Compagnie financière Edmond de Rothschild Banque en de zakenbank Lehman Brothers betroffen de luchtvaartsector als zodanig alsmede de ontwikkelingsmogelijkheden van Air France. Zolang Air France evenwel geen overtuigend herstructureringsplan had ingediend — wat zij begin 1993 (zie r. o. 103, supra) nog niet had gedaan —, kon de Commissie op goede gronden stellen, dat Air France niet zou profiteren van haar eventueel ontwikkelingspotentieel, en evenmin van een positieve ontwikkeling van de sector burgerluchtvaart in de Gemeenschap.
- 110 Uit een en ander volgt, dat het argument ontleend aan een onjuiste analyse van de context van de investeringsbeslissing moet worden afgewezen.

Het argument ontleend aan kennelijke dwaling bij de toepassing van het beginsel van de voorzichtige particuliere investeerder in het licht van de kenmerken van de uitgegeven effecten

— Argumenten van partijen

- 111 Verzoekster is van mening, dat de litigieuze uitgiften markttransacties zijn die hebben plaatsgevonden tegen marktvoorwaarden, en verwijt de Commissie in de eerste plaats, dat zij in de bestreden beschikking de omstandigheid buiten beschouwing heeft gelaten, dat de betrokken investering plaats heeft gevonden via een openbaar beroep op de kapitaalmarkt, en niet was voorbehouden voor CDC-P alleen, doch openstond voor elke geïnteresseerde belegger. Ingevolge de toepasselijke nationale bepalingen hield dit openbaar beroep op de kapitaalmarkt in, dat

vooraf een prospectus van de voorgenomen uitgiften voor controle aan de COB werd voorgelegd. Aangezien deze instantie de prospectus voor de uitgiften van april 1993 van haar visum heeft voorzien, is duidelijk dat zij volgens haar voor de investeerders geen onaanvaardbare risico's meebrachten. COB heeft zelfs geen gebruik gemaakt van de mogelijkheid waarover zij ingevolge de toepasselijke nationale bepalingen beschikt om een waarschuwing te formuleren en deze in de prospectus te laten opnemen.

- 112 Verzoekster voert in verband met de opdrachten van de COB aan, dat het toezicht op de verenigbaarheid van de risico's met het belang van de investeerders weliswaar niet betekent dat systematisch de opportuniteit van de betrokken transactie wordt getoetst, doch dat de COB in de praktijk niet aarzelt haar visum te weigeren voor te riskante transacties. COB had voor de litigieuze uitgiften haar visum kunnen weigeren dan wel een waarschuwing kunnen doen opnemen waarmee de aandacht van de investeerders werd gevestigd op de risico's, indien zij van mening was geweest dat de inschrijving risico's inhield die onverenigbaar waren met de belangen van de spaarders. Bijgevolg kon de Commissie, behoudens wanneer zij bezwaar zou hebben gemaakt tegen het visum van de COB dat zij in de bestreden beschikking niet eens vermeldt, niet tot de conclusie komen, dat de vooruitzichten inzake de rentabiliteit van de investering van CDC-P van dien aard waren, dat een particulier investeerder van inschrijving zou hebben afgezien.
- 113 In de tweede plaats betwist verzoekster de zienswijze van de Commissie betreffende het ongebruikelijke karakter op de financiële markten van de door Air France uitgegeven effecten waarop CDC-P heeft ingeschreven. Zo zijn alleen reeds in 1990 en 1991 de grootste Franse ondernemingen tot soortgelijke emissies overgegaan. De litigieuze ORA en TSIP-BSA zijn de geschikte emissievorm, nu zij in de eerste plaats de inschrijvers een zekere vergoeding op korte en middellange termijn verzekeren, en bovendien het perspectief openen van een belangrijk „hefboom-effect” op lange termijn, doordat zij toegang geven tot het kapitaal van Air France. In ieder geval heeft de Commissie niet aangetoond, dat de kenmerken van de uitgegeven effecten niet normaal zijn voor dit type produkten. Anders dan in geval van een lening tegen een lagere rentevoet dan de marktrente, waar het steunelement bestaat in het verschil tussen de normale en de afwijkende rentevoet, behelst de thans aan de orde zijnde investering geen enkel steunelement.

- 114 In repliek (punten 103-107) stelt verzoekster, in de context van de beoordeling van de litigieuze TSIP, dat Air France in februari en in juni 1993 twee obligatieleningen van telkens 1,5 miljard FF heeft uitgegeven, in samenwerking met Crédit Lyonnais. Zij voegt daaraan toe, dat de vergoeding over de TSIP na het jaar 2000, in vergelijking met de rente voor dezelfde periode over gelijktijdig door Crédit Lyonnais, CIC en Banque La Henin uitgegeven TSIP, binnen de „op de markt toepasselijke marges” bleef. Ten slotte maakt zij een vergelijking tussen de emissievoorwaarden van de litigieuze TSIP-BSA met die van obligaties met coupon voor inschrijving op aandelen (OBSA), volgens haar een financieel produkt waarvan de kenmerken veel gelijkenis vertonen met de TSIP-BSA, en onderzoekt zij de analogie met de uitgiften van converteerbare obligaties (OC) sedert 1990.
- 115 Bovendien wijst zij erop, dat de ORA en TSIP-BSA de houders ervan de gelegenheid geven, na gedurende enige tijd de ontwikkelingen te hebben gevolgd en een opbrengst te hebben ontvangen, aandeelhouders te worden, zodat de beslissing om op dit soort produkten in te schrijven, een uitvloeisel is van de opbrengst die zij gedurende de looptijd van de lening hebben ontvangen, en van de vooruitzichten inzake winst, in de vorm van een aanzienlijke meerwaarde van de aandelen op het tijdstip van de conversie van de obligaties in aandelen. Vanuit financieel oogpunt zou de analyse van de Commissie, die uitsluitend gebaseerd is op de financiële situatie van Air France in de jaren 1992 en 1993, dus niet relevant zijn; voor de beoordeling van de rentabiliteit van de investering had moeten worden uitgegaan van een analyse van de evolutie van de financiële situatie van Air France tot het jaar 2000. De aan de TSIP gehechte BSA bieden de houders ervan de mogelijkheid in te schrijven op nieuwe aandelen van Air France, tegen een prijs van 517 FF per aandeel, terwijl de geschatte waarde van een dergelijk aandeel destijds 849 FF bedroeg „tegen de horizon van het jaar 2000”, zoals blijkt uit een document van Air France van 19 februari 1993. De in de bestreden beschikking geformuleerde zienswijze, dat de waarde van de BSA nul is omdat de overeenkomstige aandelen op de voorziene datum van intekening geen enkele waarde zullen hebben, zou dus uit de lucht gegrepen zijn.
- 116 Wat meer in het bijzonder de TSIP betreft, herinnert verzoekster eraan, dat in het uitgiftecontract een clause is opgenomen die Air France de mogelijkheid geeft vanaf 1 januari 2000 over te gaan tot vervroegde terugbetaling. CDC-P kon dus op goede gronden verwachten dat het progressief gedeelte van de variabele rentevoet vanaf 2000 voor Air France een aansporing zou zijn om de TSIP op 1 januari 2000 vervroegd terug te betalen. Het feit dat de voorwaarden werden gecreëerd voor een vervroegde terugbetaling, diende voor een voorzichtig investeerder zoals CDC-P

dus aanleiding te zijn om de uitgegeven TSIP te beschouwen als klassieke obligaties met vervaldatum 1 januari 2000, met vaste en progressieve rente van 5,5 tot 8,5 %, en een actuariële rentevoet van 7 %.

- 117 Verzoekster heeft deze laatste grief ter terechtzitting gepreciseerd. Volgens haar heeft de Commissie twee fundamentele beoordelingsfouten gemaakt. Eerst heeft zij de ORA omschreven als een investering in aandelen en een uitgestelde kapitaalverhoging, en dan heeft zij verklaard, dat „een dergelijke beschouwing ook opgaat voor de TSIP-BSA” (bestreden beschikking, blz. 32). Hiermee heeft de Commissie een onjuiste voorstelling gegeven van de aard van de TSIP, die zij aanmerkt als effecten met de kenmerken van aandelen, hoewel het in wezen gaat om rentedragende obligaties die, uitsluitend ingevolge een keuze van de investeerder, eventueel toegang kunnen verlenen tot het kapitaal van Air France. Waar zij voorts in verband met de TSIP-BSA heeft gesteld (eveneens op blz. 32) dat „de houder van dit inschrijvingsrecht kan afzien en besluiten om ook na 1 januari 2000 gewoon rente te blijven ontvangen totdat de maatschappij besluit de aandelen af te lossen”, zou de Commissie te verstaan geven, dat wanneer wordt afgezien van de conversie van de BSA in aandelen, dit voor de inschrijver het recht zou teweegbrengen om ook na 1 januari 2000 rente te blijven ontvangen. Het zou evenwel om twee totaal verschillende vragen gaan, nu de BSA onafhankelijk zijn van de TSIP en als zodanig overdraagbaar zijn.
- 118 Ten slotte wijst verzoekster op de verwachtingen die een eventuele latere privatisering van Air France zou kunnen wekken. Het succes van de privatisering van British Airways, maar ook het vooruitzicht, einde 1992, van een nieuwe politieke meerderheid in Frankrijk in april 1993, konden aanleiding geven tot verwachtingen in die zin. Deze mogelijkheid van een latere privatisering stond ter discussie ten tijde van de litigieuze investering, wat blijkt uit verklaringen van vertegenwoordigers van de meerderheid die later aan de macht zou komen. Einde 1992 en begin 1993 — dus enkele maanden voor de Franse parlamentsverkiezingen waarvan de uitslag toen reeds voorspelbaar was — kon CDC-P dus op goede gronden hopen op een latere privatisering van Air France, die op termijn zou bijdragen tot een grotere liquiditeit van de aandelen van Air France waarvan zij eigenaar zou worden via de litigieuze effecten.

- 119 Wat de aard van de door Air France uitgegeven effecten betreft waarop CDC-P heeft ingeschreven, herinnert de Commissie eraan, dat zij de kenmerken ervan grondig heeft onderzocht (bestreden beschikking, blz. 28, 29 en 32).
- 120 Zij voegt hieraan toe, dat het uitzonderlijk karakter van de ORA hieruit blijkt, dat in 1993 Air France de enige onderneming was die gewone ORA heeft uitgegeven, en dat bedoelde uitgifte 70 % vertegenwoordigt van het totale volume van de uitgiften van ORA in Frankrijk ongeacht het type. In het geval van de twee andere uitgiften van ORA in 1993, waren BSA aangehecht; de emitterende vennootschappen waren ter beurse genoteerd. Alleen de ORA van Air France waren buiten de gereguleerde markt uitgegeven; bij ontbreken van beursnotering en secundaire markt was de liquiditeit van deze ORA gering, te meer omdat het om effecten op naam ging. Bovendien zouden bij ontbinding van de onderneming de houders van deze effecten wat de terugbetaling betreft op dezelfde voet worden behandeld als de aandeelhouders, in die zin dat eerst alle andere schuldeisers zouden worden voldaan.
- 121 In verband met de TSIP-BSA wijst de Commissie erop, dat Air France de enige vennootschap is die in 1993 dergelijke effecten heeft uitgegeven, waarvan het ongebruikelijke karakter hieruit blijkt, dat in 1992 slechts één, en in 1991 helemaal geen uitgifte van TSIP heeft plaatsgevonden. Zij voegt daaraan toe, dat de liquiditeit van de TSIP-BSA even gering is als die van de ORA. Aangezien de enige uitgifte van TSIP in 1993 die van Air France is, kan de vergelijking die verzoekster maakt met de uitgiften van TSIP door andere vennootschappen niet opgaan. In ieder geval hebben die andere TSIP weinig gemeen met die van Air France. In dupliek bepaalt de Commissie geen standpunt over de bijzonderheden van het betoog in repliek, betreffende de beoordeling van de litigieuze TSIP-BSA en de vergelijking ervan met de TSIP van andere vennootschappen of met andere soorten effecten.
- 122 Volgens de Commissie kan de toegang tot het kapitaal van Air France, op termijn voor de houders van de ORA, en eventueel, voor wat de houders van de TSIP-BSA betreft, geen grond opleveren voor verwachtingen inzake een belangrijk „hefboomeffect” op lange termijn, in de zin van een potentiële meerwaarde. Verzoekster zou namelijk in haar verzoekschrift zelf hebben erkend, dat in maart 1993 moeilijk te voorzien was welke de waarde van de aandelen van Air France in het jaar 2000 en de omvang van een eventuele meerwaarde zouden zijn; een maand

eerder was de geschatte waarde van het aandeel op deze termijn evenwel nauwkeurig bepaald op 849 FF. De Commissie tekent hierbij aan, dat in december 1994 de prijs van het aandeel van Air France bij besluit van de minister van Economische zaken en Financiën is vastgesteld op 78 FF, conform het advies van de privatiseringscommissie.

- 123 Het ongebruikelijke karakter van de litigieuze inschrijving vindt bevestiging in het feit dat, in weerwil van de aantrekkelijke voorwaarden die aan de betrokken uitgiften zouden verbonden zijn geweest, alleen CDC-P daarvoor werkelijk belangstelling heeft getoond, nu zij helemaal alleen heeft ingetekend op 99,9 % van de TSIP-BSA en op 99,7 % van de ORA, terwijl zij slechts 0,53 % van het kapitaal van Air France in handen had. De Commissie concludeert hieruit, dat de financiële situatie van Air France, met name de omvang van de verliezen en de aanzienlijke schuldenlast, alsmede de onvolkomenheden van het plan PRE 1 en de ontoereikendheid ervan om de problemen te verhelpen, tot gevolg hadden dat Air France zich op de kapitaalmarkten onmogelijk de vereiste bedragen kon verschaffen, en een particulier investeerder dus nooit bedragen van deze omvang in Air France zou hebben geïnvesteerd.
- 124 De Commissie is van mening, dat de toekenning van een visum door de COB geenszins betekent, dat de litigieuze uitgifte in alle opzichten wordt goedgekeurd. Dit visum houdt alleen in, dat de aan de potentiële investeerders meegeedeelde informatie toereikend is om hen in staat te stellen met kennis van zaken hun beslissing te nemen. Dit visum houdt geen beoordeling in van de opportuniteit van de voorgenomen transacties of van de gegrondheid van de modaliteiten ervan; het visum van de COB is niet meer dan een erkenning van de formele regelmatigheid van de transactie.
- 125 Wat verzoeksters verwijt betreft dat de Commissie inzake de aard van de TSIP-BSA een onjuiste voorstelling van zaken heeft gegeven, heeft deze laatste ter terechtzitting verklaard, dat haars inziens niet zozeer de technische of specifieke kenmerken van de ORA en van de TSIP-BSA beslissend waren, doch wel het beginsel van een investering in Air France. Zij zou overigens geen kennelijke beoordelingsfout hebben gemaakt door de facultatieve conversie aan te merken als het belangrijkste kenmerk van de TSIP-BSA, ten opzichte van de verplichte conversie van de ORA op hun vervaldatum. Ten slotte zou Air France in de prospectus voor de litigieuze uitgiften zelf hebben gepreciseerd, dat de uitgiften van de ORA én die van de TSIP-BSA ertoe strekten op termijn in haar behoeften aan eigen kapitaal te voorzien.

— Beoordeling door het Gerecht

- 126 Wat in de eerste plaats de eventuele gevolgen betreft van het visum dat de COB heeft verleend voor de prospectus van de litigieuze uitgiften, volgt uit het dossier (replik, punt 115), dat verzoekster niet heeft gesteld dat de COB in het geval dat thans aan de orde is, daadwerkelijk zou hebben onderzocht of het voor een voorzichtig particulier investeerder aangewezen was om al dan niet tot de betrokken financiële transactie over te gaan; verzoekster heeft integendeel erkend, dat de COB niet systematisch een dergelijke controle verricht.
- 127 Vastgesteld moet worden, dat de gebruikte formule zich beperkt tot de verklaring, dat de COB „overeenkomstig de artikelen 6 en 7 van beschikking nr. 67-833 van 28 september 1967, op 25 maart 1993 visum nr. 93-138 verleent voor de onderhavige prospectus”. Hiermee blijkt inderdaad dat de COB geen met redenen omkleed advies heeft uitgebracht waarin een economische en financiële beoordeling zou zijn opgenomen die in strijd is met die in de bestreden beschikking, en waarmee de Commissie rekening had kunnen, en eventueel had moeten, houden.
- 128 Wat in de tweede plaats de grieven betreft die zijn ontleend aan een onjuiste beoordeling door de Commissie van de waarde en de kenmerken van de uitgegeven effecten, moet in de eerste plaats worden onderzocht, of de Commissie ten onrechte de TSIP-BSA op één lijn plaatst met de ORA.
- 129 De betrokken passus van de bestreden beschikking (blz. 32) luidt als volgt:

„Het inschrijven door CDC-P op de ORA kan worden beschouwd als een investering in aandelen, gericht op een vergroting van het eigen vermogen van de luchtvaartmaatschappij. De ORA zijn obligaties die in aandelen moeten worden afgelost en vanuit financieel oogpunt een uitgestelde kapitaalverhoging. In het geval van de ORA hangen de opbrengsten uit de investering, zoals hierboven beschreven, af van

de financiële resultaten van de maatschappij en van de waarde van de aandelen op het moment van de conversie. Een dergelijke beschouwing gaat ook op voor de TSIP-BSA. De TSIP-BSA hoeven echter niet in aandelen te worden afgelost (...).”

- 130 Met het oog op een objectieve interpretatie van de gelijkstelling van deze twee soorten effecten („een dergelijke beschouwing gaat ook op voor”), moet deze passus worden gezien in de context van de algemene motivering betreffende de uitgegeven effecten. In dit verband zijn de wezenlijke kenmerken van deze effecten correct beschreven in de bestreden beschikking (blz. 28 en 29), en verzoekster heeft deze beschrijving als zodanig overigens nooit ter discussie gesteld. Met kan dus niet stellen, dat de Commissie geen onderscheid maakt tussen het systeem van de ORA en dat van de TSIP-BSA.
- 131 In verband met de economische beoordeling van de uitgegeven effecten, geldt de kwalificatie als „investering in aandelen” en „uitgestelde kapitaalverhoging”, die zeker correct is voor de ORA waarvan de terugbetaling verplicht in de vorm van aandelen plaatsvindt, eveneens voor de BSA, evenwel — zoals de Commissie zelf terecht opmerkt — met dit voorbehoud, dat in laatstbedoeld geval de convertibiliteit in aandelen facultatief is.
- 132 Wat de TSIP betreft, deze brengen inderdaad alleen rente op zonder aanspraak te verlenen op omzetting in aandelen, waarbij nog komt dat zij in werkelijkheid slechts terugbetaalbaar zijn in geval van liquidatie of ontbinding van Air France; op de relevante datum begin 1993 moest het voor ieder voorzichtig particulier investeerder duidelijk zijn, dat een vervroegde terugbetaling door Air France wegens de geleden verliezen en het ontbreken van een degelijk herstructureringsplan, onmogelijk was. De Commissie kon dus op goede gronden tot de conclusie komen, dat de TSIP een „onbepaalde looptijd” (blz. 28) hadden, zonder dat zulks als een kennelijke beoordelingsfout kan worden beschouwd.
- 133 Overigens is in de prospectus van Air France betreffende de litigieuze uitgiften (bijlage 2 bij het verzoekschrift) uitdrukkelijk gepreciseerd (hoofdstuk II, B,

punt 2.1.7), dat de uitgifte van de TSIP-BSA „ertoe strekt het eigen kapitaal van de maatschappij op de lange termijn te versterken”. Verzoekster heeft deze zienswijze bovendien herhaald in de loop van de schriftelijke behandeling (verzoekschrift, punt 24, sub a), waar zij heeft uiteengezet, „dat anders dan andere produkten zoals de klassieke obligatieleningen (...), de TSIP-BSA bedoeld zijn om de houders ervan de hoedanigheid van aandeelhouder te doen verwerven, nadat zij enige tijd de ontwikkelingen hebben gevolgd en een opbrengst hebben ontvangen”. De Commissie heeft dus geen kennelijke beoordelingsfout gemaakt, waar zij tot op zekere hoogte de TSIP-BSA op één lijn plaatst met de ORA.

134 In ieder geval kon zij tot de conclusie komen dat, gelet op de verslechterende economische situatie van Air France en het ontbreken van een degelijk herstructureringsplan, een voorzichtig particulier investeerder begin 1993 niet zou hebben ingeschreven op nagenoeg alle door Air France uitgegeven ORA en TSIP-BSA, zoals CDC-P, en via haar de Caisse, heeft gedaan. De vooruitzichten inzake terugbetaling van het geïnvesteerde kapitaal door Air France, in de vorm van aandelen of door teruggave van de ingebrachte fondsen, waren immers nagenoeg onbestaand. Het bewijs is dus niet geleverd, dat de Commissie een kennelijke beoordelingsfout zou hebben gemaakt waar zij tot de conclusie is gekomen, dat de waarde van de later via de ORA en BSA te verkrijgen aandelen te verwaarlozen was, en erop heeft gewezen dat een bijkomend nadeel van de TSIP hierin bestond, dat zij in geval van ontbinding of liquidatie van Air France slechts terugbetaalbaar waren na alle andere schuldvorderingen, behoudens de ORA, en dat de rentebetaling wordt geschorst voor het jaar waarin de geconsolideerde verliezen van Air France hoger zijn dan 30 % van haar kapitaal. Veelbetekend is overigens, dat geen van de drie particuliere banken die daadwerkelijk aan de litigieuze investering hebben deelgenomen, op de TSIP heeft willen inschrijven.

135 Nu de Commissie dus op grond van haar discretionaire beoordelingsbevoegdheid tot een negatieve beoordeling kon komen van die litigieuze investering in haar geheel, was zij niet gehouden het in elke ORA of TSIP-BSA vervatte steunelement te toetsen aan de eventuele normale marktvoorwaarden, met name wat de rentevoet en het intern rendement betreft. Deze vaststelling geldt eveneens voor de vergelijking van de TSIP-BSA met andere effecten waarvan wordt gesteld dat zij soortgelijk zijn. De elementen die deze vergelijking oplevert, zijn door de Commissie in feite weliswaar niet betwist, doch zijn irrelevant, nu verzoekster niet heeft gesteld, laat staan bewezen, dat deze andere effecten een risico inhielden dat kan worden vergeleken met dat van de TSIP — met name wat de ongunstige

terugbetalingsvoorwaarden betreft in geval van ontbinding of liquidatie van de emitterende vennootschap — en dat de andere emitterende vennootschappen dan Air France op de datum van uitgifte in een vergelijkbare economische en financiële situatie verkeerden als Air France begin 1993.

- 136 Gelet op een en ander, behoeft niet te worden onderzocht of de Commissie al dan niet is voorbijgegaan aan het autonoom karakter van de BSA ten opzichte van de TSIP, waar zij heeft verklaard, dat „de houder van zijn inschrijving kan afzien en besluiten rente te blijven ontvangen”. Zowel van de BSA als van de TSIP kon namelijk worden gesteld, dat zij samen noch afzonderlijk een reële waarde vertegenwoordigden, die voor een voorzichtig particulier investeerder grond kon opleveren om een investering te verrichten van de omvang van die waar CDC-P, anders gezegd de Caisse, toe is overgegaan.
- 137 Hetzelfde geldt voor de omstandigheid, dat de Commissie in haar beschikking 94/653 van 27 juli 1994 (reeds aangehaald in r. o. 26, supra), de ORA heeft aangemerkt als quasi-eigen vermogen van Air France, en de TSIP-BSA als schulden. Gelet op de kenmerken van de TSIP en hun werkelijke waarde, zoals hierboven uiteengezet, kan de vraag of de kwalificatie in beschikking 94/653 met het oog op de vaststelling van de schuldratio van Air France, in overeenstemming is met de regels betreffende het opstellen van de balans, zeker aan de orde worden gesteld in een eventueel geding betreffende laatstbedoelde beschikking, doch is die vraag in de onderhavige context irrelevant.
- 138 Voor zover verzoekster zich ten slotte beroept op de mogelijkheid van een meerwaarde van de aandelen van Air France ten gevolge van de na de Franse parlamentsverkiezingen verwachte privatisering, kan worden volstaan met erop te wijzen, dat deze vooruitzichten in casu te vaag zijn en dus niet kunnen worden beschouwd als een degelijk argument voor een voorzichtig particulier investeerder om bedragen in te brengen overeenkomend met de investering van CDC-P, dit wil zeggen de Caisse.

- 139 Uit een en ander volgt, dat het argument ontleend aan dwaling bij de toepassing van het beginsel van de voorzichtige particuliere investeerder ten opzichte van de kenmerken van de uitgegeven effecten, eveneens moet worden afgewezen.

De grief ontleend aan dwaling bij de beoordeling van de strekking van de inschrijving van de andere particuliere aandeelhouders van Air France, en van de strekking van andere investeringen in Air France

— Argumenten van partijen

- 140 Verzoekster verwijt de Commissie, dat zij zich in de bestreden beschikking ertoe heeft bepaald vast te stellen dat de aandelen in handen van de particuliere aandeelhouders van Air France slechts 0,132 % van haar kapitaal vertegenwoordigen, dat het gedeelte van de effecten waarop zij hebben ingeschreven dus te verwaarlozen is, en dat een investeringsbank bepaalde risico's kan nemen teneinde haar portefeuille te diversifiëren. Volgens verzoekster moet erop worden gewezen, dat er voor de particuliere investeerders, die in hun hoedanigheid van aandeelhouders op de hoogte waren van de situatie van Air France, geen enkele verplichting bestond om op de litigieuze uitgiften in te schrijven.
- 141 Verzoekster voegt hieraan toe, dat de Commissie overeenkomstig het arrest van 21 maart 1991 (zaak C-305/89, Italië/Commissie, reeds aangehaald, r. o. 19 en 20) bij het onderzoek van de risico's die de particuliere investeerders op zich hebben genomen, had moeten uitgaan van hun financieel draagvlak, om te beoordelen of zij, indien hun omvang dezelfde was geweest als die van CDC-P, bereid zouden zijn geweest 1,5 miljard FF te investeren. De Commissie heeft zich bij haar onderzoek evenwel beperkt tot de vaststelling van de absolute waarde van de particuliere investeringen.
- 142 Bovendien zou de Commissie geen rekening hebben gehouden met de omstandigheid, dat de particuliere investeerders een verhoudingsgewijs groter aantal effecten wensten te kopen dan hun respectief aandeel in het kapitaal van Air France, doch dat slechts in beperkte mate gevolg werd gegeven aan hun inschrijving om te voorkomen dat de litigieuze inschrijving overeenkomstig de nationale wettelijke regeling als een gedeeltelijke privatisering zou worden beschouwd.

143 Verzoekster betwist evenwel de redenering van de Commissie, volgens welke de geringe deelneming van de andere particuliere aandeelhouders van Air France aan de litigieuze uitgiften het gevolg zou zijn van de wettelijke regeling inzake gedeeltelijke privatisering. In werkelijkheid kon aan de vraag van deze aandeelhouders niet volledig worden voldaan, omdat de Franse Staat had afgezien van zijn preferentieel inschrijvingsrecht en het grootste deel van de beschikbaar gebleven effecten aan CDC-P was toegekend. CDC-P wenste evenwel geen afstand te doen van het inschrijvingsrecht dat haar ingevolge de bepalingen van het uitgiftecontract toekwam.

144 In repliek heeft verzoekster in de passus betreffende de beoordeling van de TSIP (zie r. o. 114, supra) melding gemaakt van twee obligatieleningen van telkens 1,5 miljard FF, die Air France in februari en in juni 1993 via Crédit Lyonnais heeft uitgegeven. Ter terechtzitting heeft zij hierop de nadruk gelegd, en erop gewezen dat ten tijde van de feiten andere particuliere investeerders aldus blijken hebben gegeven van hun vertrouwen in de economische en financiële capaciteiten van Air France. Aldus zou Air France in staat zijn geweest in februari en in juni 1993 bij een pool van vijf banken obligaties uit te geven ten bedrage van 3 miljard FF, en in oktober 1993 een lening van 300 miljoen FF waarop integraal zou zijn ingeschreven door een Amerikaanse particuliere bank (zie r. o. 14, supra). De vijf — generationaliseerde en particuliere — banken zouden deze obligaties hebben doorverkocht aan andere particuliere investeerders, zoals pensioenfondsen. Al deze particuliere investeerders zouden dus noodzakelijkerwijs tot dezelfde gunstige conclusie zijn gekomen als CDC-P wat de economische en financiële vooruitzichten van Air France betreft. Overigens hebben ook de grote vliegtuigconstructeurs blijken gegeven van vertrouwen in Air France, nu zij haar in 1993 met financieringscontracten acht toestellen hebben verkocht voor een bedrag van 3 miljard FF.

145 De Commissie refereert aan haar uiteenzetting in de bestreden beschikking (blz. 31 en 32), en herinnert aan het geringe volume van de effecten waarop de particuliere aandeelhouders van Air France hebben ingeschreven. Zelfs wanneer rekening wordt gehouden met de wens van de aandeelhouders om op de betrokken effecten in te schrijven voor een hoger bedrag, komt dit totale bedrag (ongeveer 26 miljoen FF) slechts overeen met 3,3 % van de totale uitgifte, dit wil zeggen een onbelangrijke investering, zonder aanzienlijk risico voor de particuliere aandeelhouders. Overigens zou alleen CDC-P, dank zij haar statuut als openbare instelling, in staat zijn geweest in te schrijven op de ORA waaraan de Franse Staat had verzaakt. Dat CDC-P heeft kunnen inschrijven op 99,7 % van de ORA zou precies hiermee te

maken hebben, dat de mogelijkheden van de particuliere aandeelhouders beperkt waren ingevolge de Franse wettelijke regeling inzake gedeeltelijke privatisering, en dat alleen CDC-P de rechten kon uitoefenen waarvan de staat had afgezien.

- 146 Wat verzoeksters betoog ter terechtzitting (zie r. o. 144, supra) betreft, heeft de Commissie tijdens dezelfde zitting aangevoerd, dat het om nieuwe argumenten gaat, en dat de betrokken banken en de kenmerken van de uitgegeven effecten niet zijn gepreciseerd.
- 147 Voorts herinnert zij eraan, dat de financiële situatie van Air France kon worden vergeleken met die van de onderneming Boussac Saint Frères, waarover het gaat in het arrest Frankrijk/Commissie (reeds aangehaald, r. o. 40), waarin het Hof heeft verklaard, dat particuliere investeringen die veel geringer zijn dan het van overheidswege ingebrachte kapitaal geen beletsel zijn om de betrokken maatregelen als staatssteun aan te merken, wanneer de begunstigde onderneming niet in staat zou zijn geweest de benodigde gelden op de kapitaalmarkt bijeen te brengen, en vanwege de financiële situatie van de onderneming een aanvaardbare rentabiliteit van de investeringen niet binnen een redelijke tijd kon worden verwacht.

— Beoordeling door het Gerecht

- 148 Wat de deelneming van de drie particuliere aandeelhouders in de betrokken investering betreft, zij eraan herinnerd, dat de bestreden beschikking in bijzonderheden uiteenzet, dat sommige particuliere aandeelhouders, met name enkele personeelsleden van Air France, alsmede de Bank of New York/London, de Bankers Trust INT. PLC en Granite Capital LP, hebben ingeschreven op ORA en op een aantal TSIP, waarbij zij aangetekend, dat geen enkele bank heeft ingeschreven op de TSIP. De beschikking benadrukt evenwel, dat de participatie van de particuliere aandeelhouders van Air France slechts 0,132 % van haar kapitaal vertegenwoordigt, en dat het gedeelte van de ORA en de TSIP waarop zij hebben ingeschreven te verwaarlozen is (4 516 ORA op 1 877 526 en 14 TSIP op 483 456). Dat de particuliere aandeelhouders hebben deelgenomen aan de inschrijving op de ORA en de TSIP-BSA, kan dus niet de mogelijkheid uitsluiten dat de kapitaalbreng staatssteun is. Ten slotte kan niet als beslissend worden beschouwd, dat de drie banken wensten in te schrijven op de ORA voor een bedrag van 25,9 miljoen FF — 9,9 miljoen

voor de Bank of New York/London, 7,9 miljoen voor de Bankers Trust INT. PLC en 7,9 miljoen voor Granite Capital LP —, nu de 65 025 ORA waarop de drie banken wensten in te schrijven, slechts een klein percentage (3,3 %) zijn van het totaal aantal ORA waarop alle investeerders samen wilden inschrijven (1 942 760).

149 In dit verband moet worden erkend, dat de Commissie, gelet op de beoordelings-elementen waarover zij beschikte en in het kader van haar discretionaire bevoegdheid in de betrokken materie, redelijkerwijs kon oordelen dat zowel de waarde van de effecten waarop de particuliere investeerders daadwerkelijk hebben ingeschreven als die van de effecten waarop zij wensten in te schrijven, aanzienlijk geringer was dan de totale waarde van de effecten waarop CDC-P, die tot de overheidssector behoort, heeft ingeschreven. Zij is dus op goede gronden tot de conclusie gekomen, zonder daarbij een kennelijke beoordelingsfout te maken, dat de intenties van de particuliere investeerders zoals die in casu zijn gebleken, er niet op wijzen, dat een voorzichtig particulier investeerder van dezelfde omvang als CDC-P, dus de Caisse, het risico zou hebben genomen 1,5 miljard FF in de maatschappij Air France te investeren.

150 Wat de verwijzing door verzoekster naar de drie obligatieleningen van februari, juni en oktober 1993 betreft, zij eraan herinnerd, dat de bestreden beschikking melding maakt van de eerste twee leningen, waar zij stelt dat de balans van de groep Air France eind 1992 een tijdelijke distorsie vertoonde door het oplopen van de korte-termijnschuld, welke distorsie „intussen werd weggewerkt door de uitgifte van twee langlopende obligatieleningen in maart en in juni 1993 voor in totaal 3 miljard FF” (blz. 30). Bovendien heeft de Commissie in haar verweerschrift (punt 100) verwezen naar de prospectus van de lening van februari 1993, voorzien van het visum van de COB van 25 januari 1993 (en waarvan drie bladzijden in bijlage 23 bij het verweerschrift zijn gevoegd), ten betoge dat het vooruitzicht van een verlies van 3,2 miljard FF destijds reeds bekend was.

151 Te dezen zij er in de eerste plaats aan herinnerd, dat de vergelijking van de litigieuze effecten met andere soorten effecten, zoals de drie obligatieleningen waarover verzoekster het heeft, irrelevant is, nu verzoekster heeft gesteld noch aangetoond, dat deze leningen — die terugbetaalbaar zijn na een bepaalde periode —

kenmerken vertonen die vergelijkbaar zijn met die van de specifieke risico's van de ORA en de TSIP-BSA. Verzoekster heeft namelijk geen enkele precisering gegeven betreffende deze leningen (totale duur, rentevoet, aflossing, rang van de schuldvoorderingen, eventuele beursnotering, etc.). Zij heeft evenmin meegedeeld welke banken op deze leningen hebben ingeschreven, of aan welke particuliere investeerders de leningen uiteindelijk zijn doorverkocht (omvang, eventuele diversificaties, omvang van het risico voortvloeiend uit de inschrijving op de leningen). De redenering betreffende deze leningen brengt dus niet het bewijs aan van een kennelijke beoordelingsfout vanwege de Commissie, en moet derhalve worden afgewezen.

- 152 Hetzelfde geldt voor de grief ontleend aan de verkoop van vliegtuigen van Air France op basis van financieringscontracten, nu verzoekster in verband met deze verkopen — met name wat de wijze van eigendomsoverdracht van de vliegtuigen betreft — geen enkele inlichting heeft gegeven.
- 153 Uit een en ander volgt, dat ook het argument ontleend aan een beoordelingsfout inzake de strekking van de gestelde particuliere investeringen moet worden verworpen.
- 154 Nu geen der tot staving van het tweede onderdeel van het eerste middel aangevoerd argumenten gegrond is, kan dit onderdeel niet slagen. Mitsdien moet het eerste middel in zijn geheel worden afgewezen.

2. Het middel ontleend aan schending van artikel 190 van het Verdrag

Argumenten van partijen

- 155 Verzoekster is van mening, dat de bestreden beschikking nietig moet worden verklaard wegens ontbreken van motivering. De bevoegdheid van de Commissie om de Lid-Staten te gelasten de terugbetaling van de onrechtmatige staatssteun te

bevelen, zou alleen gelden voor de steunelementen, dit wil zeggen in casu het verschil tussen de gebruikelijke rentevoet op de financiële markt voor produkten die kunnen worden vergeleken met de door Air France uitgegeven effecten, en de rentevoet die in het kader van de betrokken uitgiften is vastgesteld. De bestreden beschikking zou dus geenszins het bewijs leveren, dat het bedrag waarvan de teruggave is bevolen na aftrek van de rente overeenkomt met steunelementen. De Commissie zou zich dus niet hebben gehouden aan haar verplichting om de beschikking waarbij de teruggave van het bedrag van de inschrijvingen is gelast, met redenen te omkleden.

- 156 Verzoekster verwijt de Commissie dat zij de bestreden uitgiften heeft beschouwd alsof het ging om een gewone deelneming in het kapitaal van Air France, en de terugbetaling heeft gevorderd van het volledige investeringsbedrag van CDC-P, na aftrek van de rente. Om de bestreden beschikking naar behoren met redenen te omkleden, zou de Commissie evenwel hebben moeten uitleggen — gelet op de bijzondere aard van de uitgegeven effecten, en inzonderheid de omstandigheid dat deze effecten voorzagen in de betaling van rente tot ten minste het jaar 2000 — waarom de geboden rentevoet niet overeenkwam met het investeringsrisico. Zelfs indien ervan wordt uitgegaan, dat de waarde van de aandelen van Air France in het jaar 2000 nul zal zijn, zou voor een beoordeling van het werkelijk economisch voordeel dat Air France zou hebben genoten, een vergelijking nodig zijn geweest tussen de rentevoet waarin het uitgiftecontract van de ORA voorzag en de gebruikelijke rentevoeten op de markt voor langlopende leningen. Tevens zou de Commissie, in verband met de TSIP-BSA, de voorwaarden voor rentebetaling over de uitgegeven effecten hebben moeten onderzoeken.

- 157 Verzoekster verwijst bij voorbeeld naar beschikking 88/454/EEG van de Commissie van 29 maart 1988 betreffende de steun door de Franse regering verleend aan de groep Renault die voornamelijk motorvoertuigen produceert (PB 1988, L 220, blz. 30), waarin de omvang is berekend van het steunelement dat begrepen is in het geheel van de door de groep Renault ontvangen bedragen. De Commissie zou hebben vastgesteld dat de leningen waren toegekend tegen een lagere rentevoet dan de gemiddelde marktrente, en zou op basis van het verschil tussen deze rentevoeten de omvang hebben bepaald van de gunstvoorwaarden en dus van de toegekende steun. In casu evenwel zou de Commissie geen enkele economische analyse hebben verricht op basis waarvan zij het werkelijk economisch voordeel had kunnen vaststellen dat voor Air France uit de litigieuze uitgiften voortvloeit.

- 158 Verzoekster voegt hieraan toe, dat de Commissie in de bestreden beschikking tot staving van haar redenering betreffende de kwalificatie van de betrokken investeringen, geen andere juridische, economische of financiële elementen heeft aangevoerd. Zij verwijst naar het ontbreken van preciseringen betreffende het karakter van overheidsorgaan van CDC-P, en naar de onjuiste beoordeling betreffende de datum waarop de investeringsbeslissing is genomen, de toepassing van het beginsel van de voorzichtige particuliere investeerder, en de algemene context van de investeringsbeslissing. Bovendien wijst zij op het ontbreken in de bestreden beschikking van enig element dat een begin van bewijs zou kunnen vormen van voorafgaande aanwijzingen uitgaand van een overheidsinstantie, het ontbreken van een onderzoek van de situatie op de financiële markten tijdens de litigieuze periode, en het ontbreken van elke vergelijking met financiële producten waarvan de kenmerken kunnen worden vergeleken met de door Air France uitgegeven ORA en TSIP-BSA.
- 159 De Commissie wijst erop, dat zij bevoegd is om de Lid-Staten te gelasten de met de gemeenschappelijke markt onverenigbare staatssteun te laten teruggeven, en herinnert aan de rechtspraak van het Hof betreffende het doel en de strekking van de motiveringsplicht van artikel 190 van het Verdrag, zowel algemeen als meer specifiek in het kader van de staatssteun. In casu zou zij de Franse regering, nog vóór het inleiden van de procedure van artikel 93, lid 2, hebben meegedeeld dat elke begunstigde van een onrechtmatig toegekende steunmaatregel zou kunnen worden genoopt deze steun terug te geven. Nu de rechtvaardiging van de teruggave van het totale steunbedrag niet op zich mag worden beschouwd, doch moet worden gezien in het kader van de beschikking zelf (zie arrest van 21 maart 1991, zaak C-303/88, Italië/Commissie, reeds aangehaald, r. o. 54), is de Commissie van mening, dat de bestreden beschikking naar behoren met redenen is omkleed.
- 160 Ten slotte stelt zij nog, dat zij in de bestreden beschikking uitvoerig heeft uiteengezet dat de financiële situatie van Air France ten tijde van de betrokken inschrijving dermate rampzalig was, dat geen enkel voorzichtig particulier investeerder in deze maatschappij zou hebben geïnvesteerd. De Commissie is de mening toegedaan dat zij, waar zij een beschrijving heeft gegeven van deze situatie en het bewijs heeft geleverd van het zeer ongebruikelijk karakter van de uitgegeven effecten, zich heeft geschikt naar de eisen van de jurisprudentie betreffende de motiveringsplicht. De motivering in de bestreden beschikking maakt het dus mogelijk de redenen te begrijpen waarom de teruggave is gelast van het volledige bedrag van de litigieuze investering.

Beoordeling door het Gerecht

- 161 De ingevolge artikel 190 van het Verdrag op de gemeenschapsinstellingen rustende verplichting om hun beschikkingen met redenen te omkleden, strekt ertoe de gemeenschapsrechter in staat te stellen de wettigheid ervan na te gaan en de betrokkene de gelegenheid te geven de gronden van de genomen maatregel te kennen, zodat hij zijn rechten kan verdedigen en kan nagaan of de beslissing al dan niet gegrond is (zie bij voorbeeld arrest Hof van 17 januari 1984, gevoegde zaken 43/82 en 63/82, VBVB en VBBB, Jurispr. 1984, blz. 19, r. o. 22).
- 162 In dit opzicht bevat de bestreden beschikking, in haar geheel beschouwd, een voldoende toelichting tot staving van artikel 1 ervan, naar luid waarvan de litigieuze investering een onwettige staatssteun is, die onverenigbaar is met de gemeenschappelijke markt. Zoals namelijk blijkt uit het onderzoek van verzoeksters eerste middel, heeft zij ruimschoots de mogelijkheid gehad haar rechten te verdedigen, en was het Gerecht in staat zijn rechterlijk toezicht uit te oefenen.
- 163 Hetzelfde geldt voor de motivering van artikel 2, waarbij de Franse Republiek is opgedragen de teruggave van de steun te gelasten, onder aftrek van de betaalde rente. Deel X van de bestreden beschikking zet uiteen, dat de terugvordering van de onwettige steun noodzakelijk is om de situatie van vóór de steun te herstellen, en alle financiële voordelen weg te nemen waarvan de ontvanger onterecht heeft geprofiteerd sinds de datum van de verlening van de steun. Nu de Commissie zich heeft uitgesproken tegen het beginsel zelf van de litigieuze investering, dit wil zeggen de kapitaalbreng als zodanig en niet de modaliteiten van de rentetoekenning over dit kapitaal, moet deze motivering worden geacht toereikend te zijn.
- 164 Verzoekster verwijt de Commissie dat zij niet een minder dwingende maatregel heeft genomen, door overeenkomstig artikel 93, lid 2, eerste alinea, van het Verdrag alleen de wijziging van de litigieuze steunmaatregel te gelasten. Voor zover verzoekster in dit opzicht verwijst naar de reeds aangehaalde beschikking 88/454 van

29 maart 1988 (Renault), kan worden volstaan met vast te stellen dat de Commissie zich er daarin niet toe heeft beperkt een dergelijke wijziging te gelasten; artikel 2 van die beschikking gelast de betrokken Lid-Staat integendeel het in de bestreden leningen aanwezige steunelement ongedaan te maken „door deze leningen te doen terugbetalen of de rente ervan in overeenstemming te brengen met de marktrente”.

165 Hieraan zij nog toegevoegd, dat de Commissie in casu niet verplicht was het reëel economisch voordeel te berekenen dat Air France zou hebben genoten ten opzichte van de marktvoorwaarden. Een dergelijke berekening zou een bijzonder ingewikkelde economische beoordeling noodzakelijk hebben gemaakt, met name wat betreft de markt voor leningen en obligaties in Frankrijk, zodat de Commissie zich kon beperken tot een algemene vaststelling van de disproportie tussen de gelopen risico's en de toegekende voordelen. Zij behoefde niet uit te gaan van een hypothetische andere effectenuitgifte die voor een voorzichtig particulier investeerder wel aanvaardbaar zou zijn geweest.

166 Nu het om een uitgifte van zeer complexe effecten ging, waarop bovendien reeds was ingeschreven, en waarvan de inherente kenmerken als zodanig niet meer konden worden gewijzigd, kon de Commissie dus de teruggave van het ingebrachte kapitaal gelasten. Daarentegen was zij niet bevoegd om met de Franse Republiek in discussie te treden over de eventualiteit van de toekenning van steun aan Air France onder andere vormen en volgens andere modaliteiten.

167 Uit een en ander volgt, dat het tweede middel evenmin kan slagen.

168 Nu geen van verzoeksters middelen is aanvaard, moet het beroep worden verworpen.

Kosten

- ¹⁶⁹ ingevolge artikel 87, lid 2, van het Reglement voor de procesvoering, moet de in het ongelijk gestelde partij in de kosten worden verwezen voor zover dit is gevorderd. Aangezien verzoekster in het ongelijk is gesteld, moet zij in de kosten worden verwezen, overeenkomstig de conclusies van de Commissie.

HET GERECHT VAN EERSTE AANLEG (Tweede kamer — uitgebreid),

rechtdoende:

- 1) Verwerpt het beroep.
- 2) Verwijst verzoekster in de kosten.

Kirschner

Vesterdorf

Bellamy

Kalogeropoulos

Potocki

Uitgesproken ter openbare terechtzitting te Luxemburg op 12 december 1996.

De griffier

De president van de Tweede kamer

H. Jung

H. Kirschner