

RETTENS DOM (Anden Udvidede Afdeling)  
12. december 1996 \*

I sag T-358/94,

**Compagnie nationale Air France**, Paris, ved advokaterne Dominique Borde og André Moquet, Paris og Bruxelles, og med valgt adresse i Luxembourg hos advokat Guy Harles, 8-10, rue Mathias Hardt,

sagsøger,

mod

**Kommissionen for De Europæiske Fællesskaber** ved Ben Smulders, Kommissionens Juridiske Tjeneste, som befuldmægtiget, bistået af advokat i Paris og Barrister of the Bar of England and Wales Ami Barav, og med valgt adresse i Luxembourg hos Carlos Gómez de la Cruz, Kommissionens Juridiske Tjeneste, Wagner-Centret, Kirchberg,

sagsøgt,

angående en påstand om annullation af Kommissionens beslutning 94/662/EF af 27. juli 1994 om CDC-Participations' tegning af obligationslån emitteret af Air France (EFT L 258, s. 26),

har

\* Processprog: fransk.

DE EUROPÆISKE FÆLLESSKABERS RET I FØRSTE INSTANS  
(Anden Udvidede Afdeling)

sammensat af afdelingsformanden, H. Kirschner, og dommerne B. Vesterdorf, C.W. Bellamy, A. Kalogeropoulos og A. Potocki,

justitssekretær: fuldmægtig J. Palacio González,

på grundlag af den skriftlige forhandling og efter mundtlig forhandling den 26. juni 1996,

afsagt følgende

## Dom

### Sagens faktiske omstændigheder

- 1 Fra 1990 har der været økonomisk krise i luftfartssektoren i Fællesskabet. Af den grund havde også aktieselskabet Compagnie nationale Air France (herefter »Air France« eller »sagsøgeren«), hvori 99,329% af kapitalen tilhører den franske stat, fået alvorlige økonomiske og finansielle vanskeligheder.
- 2 I løbet af 1991 og 1992 undersøgte Kommissionen for første gang Air France's økonomiske og finansielle situation. I den forbindelse godkendte Kommissionen ved beslutninger af 20. november 1991 og 15. juli 1992 kapitaltilførsler på i alt 5,84

nia. FF, som de franske myndigheder havde underrettet den om. Kommissionen var af den opfattelse, at udsigterne til investeringens afkast på langt sigt måtte tillægges mere vægt end vanskelighederne på kort sigt som følge af Air France-koncernens finansielle struktur. Kommissionen tog derved også hensyn til, at Air France-koncernen var under omstrukturering i henhold til en »plankontrakt« (CAP'93), der var godkendt af de franske myndigheder den 1. august 1991, og hvori der var opstillet en række økonomiske mål, der skulle nås i løbet af perioden 1991-1993. På baggrund af disse oplysninger fandt Kommissionen, at de pågældende finansielle foranstaltninger ikke udgjorde statsstøtte i EØF-traktatens artikel 92's forstand.

- 3 For at afhjælpe sine økonomiske vanskeligheder udarbejdede Air France i oktober 1992 endnu en omstruktureringsplan, som selskabet kaldte »programme de retour à l'équilibre« (PRE 1), og som først og fremmest skulle nedbringe driftsomkostningerne og medføre en strukturel forbedring af selskabets selvfinansieringsevne fra 1994.
  
- 4 I november 1992 henvendte Air France sig til la Caisse des dépôts et consignations-participations (herefter »CDC-P«) for at få bistand til visse finansieringstransaktioner. Det franske aktieselskab CDC-P ejer 0,538% af kapitalen i Air France og er et datterselskab, der er 100%-ejet af la Caisse des dépôts et consignations (herefter »la Caisse«), som er et særligt ved lov oprettet offentligt organ.
  
- 5 Midt i december 1992 meddelte CDC-P, at selskabet var rede til at garantere gennemførelsen af de projekterede transaktioner. Da CDC-P og Air France i begyndelsen af 1993 havde fastlagt disse transaktioner i detaljer, vedtog Air France's bestyrelse ved et møde den 17. februar 1993 de nærmere bestemmelser om gennemførelsen heraf.

- 6 Ved en ekstraordinær generalforsamling den 24. marts 1993 vedtog aktionærerne i Air France derefter en emission af værdipapirer på et beløb af 1,5 mia. FF i form af:
  - obligationer, der skal indfries ved ombytning til aktier (herefter »ORA«), til ca. 750 mio. FF
  - efterstillede værdipapirer med stigende forrentning og warrants (titres subordonnés à intérêt progressif assortis de bons de souscription d'actions, herefter »TSIP-BSA«), ligeledes til ca. 750 mio. FF.
- 7 Næsten alle disse værdipapirer, som blev emitteret af Air France i april 1993, blev tegnet af CDC-P (99,7% af ORA og 99,9% af TSIP-BSA), idet den franske stat, der var hovedaktionær i Air France, havde besluttet ikke at deltage. En række udenlandske private investorer fik adgang til tegning i forhold til deres andel i Air France's kapital, dvs. på daværende tidspunkt 0,132%, hvilket svarer til værdipapirer til en værdi af ca. 2 mio. FF.
- 8 De udstedte værdipapirer er noteret på navn og er ikke børsnoterede.
- 9 Værdipapirerne har nedenstående karakteristika.
- 10 Indtil den 1. januar 2000 forrentes ORA med en fast rente (4%) og en variabel rente reguleret efter Air France's resultater; og den forventede samlede gennemsnitlige aktuarmæssige rente er på 6,5% p.a. Hver ORA vil obligatorisk blive indfriet ved ombytning til en aktie senest den 1. januar 2000, idet indehaveren til enhver tid inden denne dato kan forlange ombytning. Investeringens interne

forrentning, som beregnet af CDC-P på grundlag af renterne og den forventede værditilvækst af aktierne, er på 14%.

- 11 TSIP har ubestemt løbetid. I tilfælde af konkurs eller likvidation af Air France fyldestgøres de først efter alle privilegerede og uprivilegerede fordringer, dog forud for ORA. Air France har imidlertid ret til at indfri TSIP efter den 1. januar 2000. Indtil den 1. januar 2000 forrentes TSIP med faste og progressive rentesatser (fra 5,5% til 8,5%), idet den gennemsnitlige aktuarmæssige rente i perioden er 7%. Fra denne dato bliver renten variabel, og satsen stiger gradvis. Air France kan suspendere betaling af rente, hvis koncernen har et konsolideret tab på over 30% af egenkapitalen. Til hver TSIP, der er emitteret, er der knyttet en warrant (BSA), som er uafhængig af TSIP, og som — ganske som ORA og TSIP — er omsættelig og overdragelig. Indehaveren kan konvertere sin warrant til aktier når som helst indtil den 1. januar 2000. De warrants, som ikke er konverteret på den dato, bortfalder. Investeringsens interne forrentning i perioden 1993-1999 er af CDC-P beregnet til 11,5%.
- 12 Da Kommissionen bl.a. gennem pressen havde fået kendskab til, at den franske regering havde til hensigt at tilføre Air France midler, anmodede den ved skrivelse af 1. marts 1993 de franske myndigheder om at give oplysninger om de foranstaltninger, der påtænktes med henblik på dækning af Air France-koncernens underskud. Den franske regering besvarede skrivelsen i note af 22. april 1993, hvori den oplyste, at de ovennævnte to emissioner af værdipapirer var blevet garanteret af CDC-P. Efter et informationsmøde i maj 1993, hvori der deltog tjenestemænd fra Kommissionen, repræsentanter for den franske regering og repræsentanter for Air France, blev CDC-P's tegning af værdipapirer den 19. juli 1993 registreret som støtte, der ikke var anmeldt til Kommissionen. Ved skrivelse af 7. december 1993 meddelte Kommissionen den franske regering, at den den 10. november 1993 havde besluttet at indlede den i traktatens artikel 93, stk. 2, omhandlede procedure.

- 13 Ved skrivelse af 7. januar 1994 meddelte de franske myndigheder deres stillingtagen til sagen, idet de anførte følgende:
- Kommissionen havde ikke fået meddelelse om den finansielle foranstaltning, fordi den ikke blev betragtet som statsstøtte.
  - La Caisse og CDC-P er organer, der er uafhængige af den franske regering.
  - CDC-P besluttede at investere i Air France på et tidspunkt, hvor Air France's situation svarede til konkurrenternes, og udsigterne generelt var lovende. CDC-P handlede således som en fornuftig investor.
  - De udenlandske private investorers deltagelse i transaktionen bekræfter, at tegningsvilkårene var tiltrækkende. Deres ønsker om tegning kunne end ikke imødekommes fuldstændig, da dette ville have indebåret en delvis privatisering af Air France.
  - Det eneste mål med investeringen var at bidrage til omstruktureringen af Air France, og investeringen blev foretaget i forbindelse med omstrukturingsplanen fra oktober 1992 (PRE 1).
- 14 I løbet af 1993 udstedte Air France tre andre slags værdipapirer, nemlig et obligationslån på 1,5 mia. FF til 8,25% i rente i februar, et obligationslån på 1,5 mia. FF i juni og et lån på 300 mio. FF i oktober, som efter det oplyste alle blev anbragt i den private sektor.
- 15 For så vidt angår ORA og TSIP-BSA vedtog Kommissionen den 27. juli 1994 beslutning 94/662/EF om CDC-Participations' tegning af obligationslån emitteret af Air France (EFT L 258, s. 26, herefter »den anfægtede beslutning« eller »beslutningen«).

- 16 I denne beslutning fastslog Kommissionen for det første, at trods omstruktureringsplanen CAP'93 og kapitaltilførsler på næsten 6 mia. FF i 1991 og 1992 blev Air France's situation til stadighed værre, at Air France's nettoresultat i 1992 blev negativt for tredje gang i træk, denne gang langt mere negativt end tidligere (minus 3,2 mia. FF), og at selskabet var i en værre situation end andre store europæiske luftfartsselskaber.
- 17 Kommissionen anførte derefter, at la Caisse er et fransk offentligt organ, hvis bestyrelsesmedlemmer udnævnes af den franske regering. CDC-P, der er et datterselskab, der er 100%-ejet af la Caisse, fandtes således ikke at være selvstændig i forhold til la Caisse, der selv er kontrolleret af de franske offentlige myndigheder. Kapitaltilførslen er derfor en handling, der kan tilskrives den franske stat. La Caisse's og CDC-P's investeringsaktivitet fandtes derfor at være blevet foretaget under statens indflydelse.
- 18 Kommissionen undersøgte særligt, om den pågældende finansielle transaktion var foretaget på betingelser, som ville være acceptable for en privat investor, der driver virksomhed på normale markedsøkonomiske vilkår. Kommissionen fandt, at dette er tilfældet, når et betydeligt antal private minoritetsaktionærer deltager i transaktionen på grundlag af deres forholdsmæssige aktiebesiddelser. De private investorer's aktiebesiddelse skal imidlertid ifølge Kommissionen være af reel økonomisk betydning. De private aktionærer's aktiebesiddelser i Air France udgjorde imidlertid i den foreliggende sag kun 0,132% af Air France's kapital, og den andel af værdipapirerne, de havde tegnet, var ubetydelig. Kommissionen kunne endvidere ikke tillægge det nogen afgørende betydning, at de private udenlandske investorers ønsker ikke kunne imødekommes fuldt ud. De værdipapirer, som disse private investorer havde ønsket at tegne, udgjorde nemlig kun en lille procentdel (3,3%) af det samlede antal.
- 19 Tidspunktet for ydelse af støtten fastsatte Kommissionen til tidspunktet for tegningen af obligationerne, dvs. april 1993, med den begrundelse, at CDC-P ikke var forpligtet til tegning af emissionen før denne dato. Under alle omstændigheder kunne datoen tidligst sættes til den 17. februar 1993, dvs. datoen, hvor Air France's bestyrelse fastsatte bestemmelserne om investeringen og fremsatte forslag om at emittere værdipapirerne. Da investeringsbeslutningen blev truffet (dvs. tidligst den

17.2.1993), burde CDC-P have været klar over den klare forværring af Air France's finansielle struktur. CDC-P vidste i hvert fald besked med virksomhedens øgede tab i 1992 (3,2 mia. FF i 1992 efter 685 mio. FF i 1991 og 717 mio. FF i 1990) og burde have været alvorligt bekymret over selskabets kritiske gældsstruktur.

- 20 I den forbindelse undersøgte Kommissionen de nærmere bestemmelser i de udstedte værdipapirer for at kontrollere, at de var i overensstemmelse med markedsvilkårene. Kommissionen betegnede ORA som en »udskudt forhøjelse af kapitalen« og tilføjede, at tilsvarende betragtninger gjaldt for TSIP-BSA. Da Kommissionen havde påpeget, at ulempen ved TSIP-BSA er de dårlige tilbagebetalingsvilkår i tilfælde af, at selskabet opløses, hvilket var grunden til, at »sådanne værdipapirer heller ikke [var] særlig almindelige på kapitalmarkederne«, anførte den, at forrentningen af både ORA og TSIP-BSA i vidt omfang afhang af Air France's resultater. Kommissionen understregede endvidere, at CDC-P's beregning af værdipapirernes interne rente havde været for optimistisk. I betragtning af svagheden i de finansielle udsigter på mellemlangt og langt sigt burde CDC-P have konkluderet, at værdien af de fremtidige aktier fra konvertering var lig nul. Kommissionen udledte heraf, at en fornuftig privat investor ikke ville have været villig til at indgå i en betydningsfuld finansiell transaktion med Air France på samme måde som CDC-P.
- 21 Kommissionen fandt, at når det drejer sig om tabsgivende selskaber som Air France, ville en investor, som investerer på langt sigt, basere sin beslutning på en sammenhængende omstruktureringsplan. I den foreliggende sag var støtten imidlertid ikke direkte knyttet til PRE 1. Under alle omstændigheder ville PRE 1 end ikke på langt sigt være tilstrækkelig til at genoprette Air France's finansielle og økonomiske levedygtighed, for så vidt som PRE 1 primært sigtede på at reducere driftsomkostningerne og de finansielle udgifter, men ikke tilstrækkeligt behandlede de andre finansielle parametre, som formodedes at forblive konstante, og der ikke deri indgik andre omstruktureringsforanstaltninger i tilfælde af yderligere forværring af Air France's økonomiske situation. Efter Kommissionens opfattelse burde CDC-P ved investeringen have været klar over PRE 1's strukturelle svagheder.



- 22 På baggrund af samtlige ovennævnte oplysninger fandt Kommissionen, at en fornuftig privat investor ikke ville have investeret 1,5 mia. FF i Air France i betragtning af selskabets seneste dårlige resultater både i driftsmæssig og finansiel henseende samt i betragtning af, at selskabet havde været ude af stand til at gennemføre omstrukturingsprogrammet CAP'93, og den omstændighed, at det var klart, at PRE 1 ikke var tilstrækkeligt til at rette op på situationen. Sammenfattende bedømte Kommissionen derfor den omtvistede kapitaltilførsel som en driftsstøtte, som havde til formål at hjælpe Air France til midlertidigt at overvinde sin finansielle krise.
- 23 Kommissionen fastslog derefter,
- at den pågældende støtte fordrejede konkurrencen og i kraft af selve sin karakter påvirkede samhandelen mellem medlemsstaterne indbyrdes og i hele Det Europæiske Økonomiske Samarbejdsområde (EØS)
  - at støtten ikke faldt ind under de i traktatens artikel 92, stk. 2, eller de i EØS-aftalens artikel 61, stk. 2, omhandlede tilfælde
  - at støtten heller ikke i medfør af traktatens artikel 92, stk. 3, og EØS-aftalens artikel 61, stk. 3, kunne anses for forenelig med det fælles marked.
- 24 Kommissionen besluttede derfor
- at anse CDC-P's tegning for et beløb på 1 497 415 290 FF af ORA og TSIP-BSA udstedt af Air France i april 1993 for en ulovlig statsstøtte, som er uforenelig med fællesmarkedet (beslutningens artikel 1)
  - at pålægge Den Franske Republik at kræve tilbagebetaling af denne støtte på 1 497 415 290 FF efter fradrag af de renter, som Air France allerede måtte have betalt til CDC-P (artikel 2).

- 25 I medfør af artikel 4 blev beslutningen meddelt den franske regering den 9. august 1994.
- 26 Den 27. juli 1994 vedtog Kommissionen endvidere beslutning 94/653/EF om den anmeldte forøgelse af Air France's kapital (EFT L 254, s. 73), hvori den fandt, at statsstøtte, der skulle ydes Air France i form af en kapitaludvidelse på 20 mia. FF, var forenelig med fællesmarkedet og EØS-aftalen. Kommissionen nævner heri CDC-P's tegning af ORA og TSIP-BSA, som Air France udstedte i april 1993. Kommissionen anser deri ORA for kvasi-egenkapital. Med hensyn til TSIP-BSA påpeger Kommissionen, at investoren ikke har nogen pligt til at konvertere, og at det, såfremt det var nødvendigt at klassificere denne type papirer, ville være mere naturligt at anse dem for gæld.
- 27 Den anden beslutning af 27. juli 1994 er blevet anfægtet af en række luftfartsselskaber (sag T-371/94, British Airways m.fl. mod Kommissionen, og sag T-394/94, British Midland mod Kommissionen).

## Retsforhandlinger

- 28 Ved stævning indleveret til Rettens Justitskontor den 26. oktober 1994 har Air France anlagt nærværende sag. På grundlag af den refererende dommers rapport har Retten (Anden Udvidede Afdeling) besluttet at indlede den mundtlige forhandling uden forudgående bevisoptagelse. Retten har imidlertid iværksat visse foranstaltninger til sagens tilrettelæggelse og anmodet parterne om at fremlægge visse dokumenter og besvare en række spørgsmål. I retsmødet den 26. juni 1996 har parterne afgivet mundtlige indlæg og besvaret spørgsmål fra Retten.

29 Den Franske Republik har anlagt en tilsvarende sag til prøvelse af den samme beslutning (sag C-282/94). Domstolen har udsat sagen ved kendelse af 4. april 1995.

30 Sagsøgeren har nedlagt følgende påstande:

— Det fastslås, at Kommissionen med den anfægtede beslutning har tilsidesat bestemmelserne i traktatens artikel 92 og 190, og beslutningen annulleres.

— Kommissionen tilpligtes at betale sagens omkostninger.

Kommissionen har nedlagt følgende påstande:

— Frifindelse.

— Sagsøgeren tilpligtes at betale sagens omkostninger.

## Formaliteten

31 Kommissionen har ikke bestridt, at sagen kan antages til realitetsbehandling. Selv om den anfægtede beslutning kun er rettet til Den Franske Republik, er sagsøgeren, Air France, i henhold til EF-traktatens artikel 173, stk. 4, umiddelbart og individuelt berørt af beslutningen i sin egenskab af modtager af den pågældende støtte (Domstolens dom af 13.3.1985, forenede sager 296/82 og 318/82, Nederlandene og Leeuwarder Papierwarenfabriek mod Kommissionen, Sml. s. 809, præmis 13).

- 32 Ifølge Domstolens faste praksis (jf. f.eks. dom af 13.7.1989, sag 108/88, Jaenicke Cendoya mod Kommissionen, Sml. s. 2711, præmis 8 og 9) kan påstande, hvormed der søges opnået Domstolens anerkendelse af rigtigheden af anbringender til støtte for en annullationspåstand, ikke antages til realitetsbehandling. Sagsøgerens påstand om, at det fastslås, at Kommissionen med den anfægtede beslutning har tilsidesat bestemmelserne i traktatens artikel 92 og 190, må derfor afvises.

## Realiteten

- 33 Til støtte for sine påstande har sagsøgeren fremført to anbringender. Det første anbringende er, at traktatens artikel 92 er tilsidesat, idet det gøres gældende, at Kommissionen, da den anså CDC-P's investering i Air France for statsstøtte, begik en række åbenbare fejl ved anvendelsen af bestemmelsen. Det andet anbringende er, at Kommissionen har tilsidesat sin begrundelsespligt i henhold til traktatens artikel 190.

### 1. Anbringendet vedrørende tilsidesættelse af traktatens artikel 92

- 34 I forbindelse med sit første anbringende har sagsøgeren fremført en række klagepunkter, idet sagsøgeren gør gældende, at Kommissionen har begået flere åbenbare fejl ved anvendelsen af traktatens artikel 92.
- 35 Når investeringen blev anset for statsstøtte i beslutningen, skyldes det en forkert vurdering

— af vedtægterne for la Caisse og CDC-P

— af, hvornår CDC-P traf investeringsbeslutningen

- af baggrunden for CDC-P's investeringsbeslutning
- af det omfang, hvori en række private aktionærer i Air France havde tegnet værdipapirer, og omfanget af andre private investeringer i Air France, og
- ved anvendelsen af princippet om den fornuftige private investor i forbindelse med de særlige karakteristika ved de udstedte værdipapirer.

36 Under de foreliggende omstændigheder finder Retten, at dette anbringende må opdeles i to led, idet det i det første gøres gældende, at der ikke er tale om en statslig investering, og i det andet, at Kommissionen har foretaget en ukorrekt anvendelse af kriteriet om, hvad der ville være normal adfærd hos en fornuftig privat investor i forhold til den samme investering, hvorved sagsøgeren har fremført en lang række forskellige argumenter.

### *Første anbringendes første led*

#### Parternes argumenter

37 Sagsøgeren har gjort gældende, at Kommissionen i den anfægtede beslutning fejlagtigt har anført, at CDC-P ikke er selvstændig i forhold til la Caisse, at la Caisse selv er underlagt de franske offentlige myndigheder, og at den pågældende investering er foretaget under statens indflydelse. Sagsøgeren understreger, at såvel la Caisse som CDC-P faktisk er uafhængige af den franske regering.

38 Til støtte herfor har sagsøgeren for det første påberåbt sig la Caisse's særlige status, idet la Caisse er oprettet ved artikel 110 og 115 i loi sur les finances af 28. april 1816, betegnes som et »établissement spécial« (et særligt organ) og står under tilsyn

fra den lovgivende myndighed, der indestår for det. Da den lovgivende myndighed er uafhængig af den udøvende magt, kan la Caisse imidlertid ikke anses for at være et organ kontrolleret af de franske offentlige myndigheder. Kommissionens argument — for at la Caisse henhører under den franske stat — om den måde, hvorpå den franske regering udnævner ledelsen af la Caisse, er ikke relevant. Det forhold, at generaldirektøren for la Caisse ikke kan afskediges — idet han i henhold til ovennævnte lov af 1816 kun er underlagt en uafhængig »Commission de surveillance« (herefter »tilsynsrådet«), der repræsenterer den lovgivende myndighed — skal sikre generaldirektørens uafhængighed af pression fra den udøvende magt.

- 39 Sagsøgeren har dernæst påpeget, at »section générale« af la Caisse, som tager sig af dens konkurrencemæssige aktiviteter som bank og investor, ikke er underlagt det almindelige tilsyn fra den franske rigsrevision, som det ellers påhviler at føre regnskabskontrol med administrationen og organer herunder. La Caisse's regnskaber er derimod underlagt tilsyn fra uafhængige revisorer, der udfører deres arbejde efter de almindelige retsregler for selskaber. Kommissionen har ikke taget hensyn til, at der er tillagt la Caisse to vidt forskellige opgaver, hvilket viser sig ved en fuldstændig adskillelse af dens aktiviteter mellem »section générale« og forvaltningen af opsparede midler, idet sidstnævnte aktivitet er indgående reguleret, for så vidt som den udføres for staten. De midler, som CDC-P anvendte til den omtvistede tegning, var la Caisse's egne midler, der var opført i regnskabet under »section générale«, og med hensyn til hvilke der i henhold til lov og administrative forskrifter ikke gælder nogen pligt til at foretage forudgående høring af statsmyndighederne eller indhente deres tilladelse eller efterfølgende godkendelse.
- 40 Sagsøgeren har endvidere anført, at de nærmere bestemmelser om administrativt tilsyn og domstolskontrol med la Caisse samt dens regnskabsmæssige og skattemæssige ordning viser, at statens politiske myndigheder ikke har nogen afgørende indflydelse på den.
- 41 Med hensyn til CDC-P, som er et datterselskab 100%-ejet af la Caisse, har sagsøgeren gjort gældende, at CDC-P ligeledes opererer uafhængigt af den franske

regering. Den omstridte tegning af de af Air France udstedte værdipapirer faldt ind under CDC-P's vedtægtsmæssige formål. CDC-P driver virksomhed, hvorved kapitalen administreres ud fra risikovurderinger med henblik på spekulation, hvilket først og fremmest sker med henblik på rentabilitet, og denne virksomhed kan ikke sammenlignes med adfærden hos en institution, der skal udføre en opgave i almenhedens interesse. Sagsøgeren har endvidere anført, at i medfør af CDC-P's vedtægter udnævnes dennes bestyrelse af aktionærerne under en generalforsamling og kan afsættes af dem efter de almindelige selskabsretlige regler. Blandt bestyrelsesmedlemmerne er der folk fra erhvervslivet, der hverken er fra la Caisse-koncernen eller statsadministrationen.

- 42 Sagsøgeren har imidlertid ikke bestridt, at selv om den formelle beslutning om at investere i Air France endeligt blev truffet af CDC-P, blev investeringen foretaget efter afgørende påvirkning fra hovedaktionæren, la Caisse, og med midler, som la Caisse havde stillet til rådighed.
- 43 Sagsøgeren har gjort gældende, at Kommissionen retsstridigt har anlagt en udvidende fortolkning af udtrykket »statsstøtte eller støtte, som ydes ved hjælp af statsmidler« i traktatens artikel 92, da den fandt, at blot indflydelse, som staten øver på en erhvervsdrivende, kan føre til, at der anses at være ydet statsstøtte, selv når de beløb, den pågældende investering vedrører, ikke hidrører fra statsmidler. Denne fortolkning er i strid med ordlyden af den pågældende artikel, som skal anvendes snævert. Betingelserne i traktatens artikel 92 er ikke opfyldt, hvis den omtvistede støtte hverken er ydet af staten eller med statsmidler som i den foreliggende sag. CDC-P tegnede de omtvistede værdipapirer ved hjælp af private midler stillet til rådighed af la Caisse.
- 44 Sagsøgeren har lagt vægt på, at de af la Caisse forvaltede midler er private. I medfør af de gældende nationale bestemmelser kommer de af la Caisse forvaltede midler fra frivillige indskud fra borgere eller indskud fra sparekasser. Som forvalter af private midler handler la Caisse således på baggrund af udviklingen på markederne som investor med hensyn til midlerne i »section générale«, hvoraf forvaltningen — i modsætning til ved de opsparede midler — er fri. Sagsøgeren anfører endvidere,

at de private sparere når som helst kan hæve de af la Caisse forvaltede indskud, hvilket udgør en væsentlig forskel fra offentlige midler, som, fordi de kommer ind ved beskatning, fuldt ud står til de offentlige myndigheders rådighed.

- 45 Sagsøgeren har konkluderet, at eftersom den af la Caisse forvaltede formue er private midler, kan de beløb, som la Caisse stiller til rådighed for CDC-P, ikke anses for statslige midler. Den i den foreliggende sag anfægtede transaktion har hverken indebåret en direkte eller indirekte overførsel af statsmidler eller en økonomisk byrde for staten. Sagsøgeren har i den forbindelse henvist til Domstolens dom af 24. januar 1978 (sag 82/77, Van Tiggele, Sml. s. 25, præmis 25), af 17. marts 1993 (forenede sager C-72/91 og C-73/91, Sloman Neptun, Sml. I, s. 887, præmis 21) og af 30. november 1993 (sag C-189/91, Kirsammer-Hack, Sml. I, s. 6185, præmis 17 og 18).
- 46 Under henvisning til dom af 21. marts 1991 (sag C-303/88, Italien mod Kommissionen, Sml. I, s. 1433) og af 2. februar 1988 (forenede sager 67/85, 68/85 og 70/85, Van der Kooy m.fl. mod Kommissionen, Sml. s. 219) samt til generaladvokatens forslag til afgørelse i sidstnævnte sag (s. 240) har sagsøgeren påpeget, at hverken la Caisse eller CDC-P i den foreliggende sag har handlet efter krav fra eller under dominerende eller faktisk indflydelse fra statens side. Eftersom la Caisse og CDC-P hverken er statsorganer eller private virksomheder kontrolleret af staten, og deres beslutninger træffes uafhængigt af forudgående instrukser eller efterfølgende godkendelse fra staten, burde Kommissionen ikke have anset CDC-P's tegning af værdipapirer i Air France i april 1993 for statsstøtte.
- 47 Kommissionen har for det første henvist til Domstolens retspraksis, hvorefter forbuddet i traktatens artikel 92, stk. 1, omfatter al støtte, som ydes af medlemsstaterne, uden sondring mellem tilfælde, hvor støtten ydes direkte af staten, og tilfælde, hvor den ydes af offentlige eller private organer, som staten udpeger til at administrere støtten (ovennævnte dom i sagen Van der Kooy m.fl. mod Kommissionen, præmis 35). I den foreliggende sag har la Caisse i henhold til de gældende nationale regler til opgave at forvalte offentlige og private midler, der ofte vil være



indsat i medfør af en forpligtelse i loven eller administrative forskrifter. Endvidere er anbringelsen af de midler, la Caisse forvalter, ligesom også adgangen til at hæve indskud, reguleret ved lov eller administrative forskrifter.

- 48 Kommissionen har i den forbindelse henvist til Domstolens dom af 2. juli 1974 (sag 173/73, Italien mod Kommissionen, Sml. s. 709, præmis 35), hvorefter der er tale om støtte, som ydes ved hjælp af statsmidler, når de pågældende midler dels hidrører fra de obligatoriske bidrag, som den nationale lovgivning foreskriver, dels bestyres og fordeles i henhold til denne lovgivning, selv om de bliver administreret af institutioner, der ikke henhører under den offentlige myndighed. Kommissionen er af den opfattelse, at de indskud, der er foretaget i la Caisse i medfør af forpligtelser i henhold til lov eller administrative forskrifter, skal anses for at være obligatoriske bidrag i denne doms forstand. Under alle omstændigheder er det ufornødent at godtgøre, at de midler, hvis anvendelse er fastsat i reglerne, specielt og udtrykkeligt er støtteforanstaltninger (ovennævnte dom af 21.3.1991, Italien mod Kommissionen, præmis 14). De i la Caisse indsatte beløb kan derfor ikke betragtes som private midler.

- 49 Kommissionen har fremhævet statens rolle ved udnævnelsen af det ledende personale i la Caisse. I medfør af de gældende nationale bestemmelser udnævnes generaldirektøren for la Caisse af den franske præsident efter indstilling fra økonomi- og finansministeren. På tidspunktet for sagens faktiske omstændigheder kunne generaldirektøren ganske vist kun afskediges af den franske præsident efter anmodning fra tilsynsrådet, men dette kan ikke siges at gøre statens rolle mindre, når næsten samtlige medlemmer af dette råd tilhører statsapparatet. Udnævnelsen af de øvrige ledere i la Caisse samt højere tjenestemænd foretages af regeringen, og det udnævnte personale er omfattet af de almindelige vedtægter for tjenestemænd. Der kan således ikke være nogen tvivl om de offentlige myndigheders afgørende rolle i la Caisse's virksomhed.

- 50 Med hensyn til tilsynsrådet har Kommissionen nærmere anført, at den omstændighed, at rådet repræsenterer den lovgivende myndighed, ikke er til hinder for, at la Caisse kan være underordnet staten. I henhold til fællesskabsretten er staten

ansvarlig, uanset hvilket organ der står bag traktatbruddet. Ifølge Domstolens praksis på andre områder er det ligegyldigt, i hvilken egenskab staten handler, når den intervenerer (dom af 26.2.1986, sag 152/84, Marshall, Sml. s. 723, præmis 49, og af 15.5.1986, sag 222/84, Johnston, Sml. s. 1651, præmis 56). Det kan derfor ikke benægtes, at la Caisse's interventioner må anses for at være statsinterventioner, uanset fra hvilken del af statsapparatet de midler, der er anvendt til en vis transaktion, hidrører.

- 51 Kommissionen har konkluderet, at uanset sine særlige kendetegn er la Caisse som et offentligt organ omfattet af traktatens regler om statsstøtte. Selv om la Caisse teoretisk set er underlagt den lovgivende myndighed, kan dens aktiviteter ikke unddrages Fællesskabets kontrol med statsstøtte. Eftersom det er et offentligt organ, kan det ikke bestrides, at la Caisse's aktiviteter må tilregnes staten.
- 52 I replikken har sagsøgeren bestridt, at de ovennævnte domme af 2. juli 1974 og 21. marts 1991 i sagerne anlagt af Italien mod Kommissionen, som Kommissionen har påberåbt sig til godtgørelse af, at de af CDC-P anvendte midler er statsmidler, skulle have nogen relevans. For det første er det, når de midler, der er stillet til rådighed for la Caisse, er private, helt umuligt at anse dem for »indskudsmidler« ydet af staten. For det andet er disse private midler, som er ubestridte tilgodehavender, der kan udbetales på anfordring, på ingen måde »obligatoriske bidrag«, som der stilles krav om i henhold til statens lovgivning, og de kan derfor ikke anses for statsmidler.
- 53 Sagsøgeren har endvidere anført, at tilsynsrådet er en egentlig kontrolmyndighed, der har reel indflydelse på de beslutninger, der træffes af generaldirektøren for la Caisse. Under alle omstændigheder har Kommissionen på ingen måde ført bevis for, at la Caisse's beslutning om at stille en del af sine egne midler til rådighed for CDC-P til den omtvistede investering ikke var under kontrol af tilsynsrådet.

54 Det af Kommissionen anvendte begreb »statsapparat« grunder sig endvidere på en urimelig udvidelse af begrebet statsmyndighed i traktatens artikel 92's forstand. De eneste statsmyndigheder, der kan beslutte at indrømme en økonomisk fordel, der kan udgøre statsstøtte, er dem, der har de nødvendige politiske beføjelser til at træffe foranstaltninger i almenhedens interesse, dvs. regeringen og den gren af statens centraladministration, der har til opgave at anvende retningslinjerne for den økonomiske politik, som regeringen har udstukket.

### Rettens bemærkninger

55 Det skal undersøges, om Kommissionen med rette kan anse CDC-P's omtvistede investering for at være resultatet af en adfærd, der må tilregnes den franske stat (jf. ovennævnte dom af 21.3.1991, Italien mod Kommissionen, præmis 11).

56 Traktatens artikel 92, stk. 1, og EØS-aftalens artikel 61, stk. 1, omhandler statsstøtte og støtte, som ydes ved hjælp af statsmidler »under enhver tænkelig form«. Fortolkningen af disse bestemmelser skal derfor, i stedet for at støttes på formelle kriterier, tage udgangspunkt i bestemmelsernes formål, som i overensstemmelse med traktatens artikel 3, litra g), er at sikre, at konkurrencen ikke fordrejes. Det følger heraf, at alle former for støtte, der truer den frie konkurrence og hidrører fra den offentlige sektor, er omfattet af ovennævnte bestemmelser, idet det ikke hertil kræves, at støtten ydes af en medlemsstats regering eller centraladministration (jf. tilsvarende Domstolens dom af 21.3.1991, sag C-305/89, Italien mod Kommissionen, Sml. I, s. 1603, præmis 13, og ovennævnte dom i sagen Sloman Neptun, præmis 19).

57 I den foreliggende sag kan Rettens undersøgelse begrænses til kun at angå la Caisse's status. Selv om det formelt var det private aktieselskab CDC-P, der tegnede de pågældende værdipapirer, har sagsøgeren udtrykkeligt anerkendt (i replikken, punkt 12), at »investeringen [blev] foretaget efter afgørende påvirkning fra

hovedaktionæren [la Caisse] og med midler, som la Caisse havde stillet til rådighed«. Det følger heraf, at den pågældende tegning under alle omstændigheder må tilregnes la Caisse. Den af sagsøgeren fremførte argumentation for, at CDC-P skulle være uafhængig, er derfor uden relevans.

- 58 Med hensyn til la Caisse bemærkes det, at la Caisse er oprettet ved loi sur les finances af 1816 som et »établissement spécial« (et særligt organ) og står under »tilsyn fra den lovgivende myndighed, der indestår for det«, at dens formål — der bl.a. omfatter forvaltning af offentlige og private midler fra lovpligtige indskud — er reguleret i bestemmelser i love og administrative forskrifter, og at generaldirektøren udnævnes af den franske præsident, mens de øvrige ledere udnævnes af regeringen.
- 59 Disse oplysninger er tilstrækkelige til at begrunde, at la Caisse må anses for at henhøre under den offentlige sektor. La Caisse er uden tvivl kun tilknyttet »lovgivende myndighed«. Den lovgivende myndighed er en af de forfatningsmæssige myndigheder i en stat, hvorfor dens handlinger nødvendigvis må tilregnes staten.
- 60 Denne argumentation understøttes af Domstolens praksis med hensyn til traktatbrud i henhold til traktatens artikel 169, hvorefter en medlemsstat ifalder ansvar, uanset hvilket statsorgan der ved sin handling eller undladelse har været årsag til traktatbruddet, »endog selv om der er tale om en forfatningsmæssigt uafhængig institution« (dom af 5.5.1970, sag 77/69, Kommissionen mod Belgien, Sml. s. 47, org. ref.: Rec. s. 237, præmis 15). Denne vurdering gør sig ligeledes gældende inden for kontrol med statsstøtte, idet Domstolen har anerkendt, at søgsmålsadgangen i henhold til traktatens artikel 93, stk. 2, andet afsnit, blot er en variant af traktatbrudssøgsmålet, der på særlig måde er tilpasset de særlige problemer, statsstøtte rejser for konkurrencen i fællesmarkedet (dom af 14.2.1990, sag C-301/87, Frankrig mod Kommissionen, Sml. I, s. 307, præmis 23).

- 61 Det følger af ovenstående, at Kommissionen med rette kunne anse la Caisse for et organ i den offentlige sektor, hvis adfærd må tilregnes den franske stat.
- 62 Argumenterne vedrørende la Caisse's juridiske uafhængighed af de statslige politiske myndigheder, det forhold, at generaldirektøren ikke kan afskediges og kun er underlagt kontrol af et uafhængigt tilsynsråd, la Caisse's særlige status i forhold til den franske revisionsret og særlige regnskabsmæssige og skattemæssige ordning taler ikke imod dette resultat. Disse forhold vedrører den interne organisation af den offentlige sektor, og der kan ikke rejses tvivl om, at en instans er offentlig, blot fordi der er regler til sikring af den pågældende offentlige instans' uafhængighed af andre instanser. Fællesskabsretten kan ikke tillade, at statsstøttereglerne kan omgås ved blot at oprette uafhængige institutioner med den opgave at fordele støtten.
- 63 For så vidt som sagsøgeren dernæst har bestridt, at den omtvistede investering er statsstøtte, under henvisning til, at de af la Caisse forvaltede midler er private, og at indskyderne af midlerne når som helst kan anmode om deres udbetaling, bemærkes det, at ifølge Domstolens praksis (ovennævnte dom i Van Tiggele-sagen, præmis 25, og dom af 13.10.1982, forenede sager 213/81, 214/81 og 215/81, Nord-deutsches Vieh-und Fleischkontor, Sml. s. 3583, præmis 22) skal den omtvistede investering for at anses for statsstøtte, kunne siges at udgøre en fordel, som direkte eller indirekte ydes ved hjælp af statsmidler, hvilket forudsætter, at »de midler, hvormed støtten ydes, stammer fra medlemsstaten«.
- 64 Sagsøgeren har gjort gældende, at de i la Caisse indsatte midler, når de kan kræves tilbagebetalt, ikke er »obligatoriske bidrag« som omhandlet i ovennævnte dom af 2. juli 1974 i sagen Italien mod Kommissionen, idet kun bidrag, som definitivt står til rådighed for staten, er obligatoriske. Det bemærkes hertil, at Domstolen i den pågældende dom (præmis 33, 34 og 35) fastslog, at den delvise nedsættelse af de økonomiske byrder til det offentlige, der påhvilede virksomhederne i en enkelt

sektor inden for industrien, udgjorde støtte i traktatens artikel 92's forstand, for så vidt som det indtægtstab, der fulgte heraf, blev udlignet ved hjælp af midler fra de obligatoriske bidrag i medfør af den nationale lovgivning.

- 65 Ganske vist adskiller den foreliggende sag sig fra det tilfælde, der var genstanden for ovennævnte dom, for så vidt som de beløb, der indsættes i la Caisse, ikke er uopsigelige, men kan hæves af indskyderne. Beløbene står således, i modsætning til indtægter fra skatter og obligatoriske bidrag, ikke permanent til rådighed for den offentlige sektor. Alligevel må det undersøges, i hvilket omfang den retlige status af de af la Caisse forvaltede midler afspejler den økonomiske virkelighed, særligt under hensyn til, at fællesskabsretten omfatter støtte, som ydes ved hjælp af statsmidler »under enhver tænkelig form«.
- 66 I den forbindelse bemærkes det, at indførsler og afgangne af midler i la Caisse giver en konstant saldo, som la Caisse kan anvende, som om midlerne svarende til denne saldo definitivt stod til rådighed for den. La Caisse kan således — som sagsøgeren selv har anført — »på baggrund af udviklingen på markederne handle som investor« (stævningen, punkt 11) og anvende den disponible saldo på eget ansvar.
- 67 Den omtvistede investering, der er finansieret med den disponible saldo i la Caisse, findes at kunne fordreje konkurrencevilkårene i den i traktatens artikel 92, stk. 1, anvendte betydning på samme måde, som hvis investeringen havde været finansieret med indtægter fra beskatning eller obligatoriske bidrag. Bestemmelsen omfatter således alle økonomiske midler, som den offentlige sektor faktisk kan anvende til at støtte virksomheder, uden at det har nogen betydning, om disse midler permanent er en del af den pågældende sektors formue. Den omstændighed, at de af la Caisse anvendte midler kunne kræves tilbagebetalt, er derfor uden relevans. I øvrigt er der ingen oplysninger i sagens akter, der giver grundlag for at antage, at den omtvistede investering blev vanskeliggjort ved, at de anvendte midler kunne kræves tilbagebetalt.

68 Endelig er dette resultat ikke i strid med Domstolens dom af 30. januar 1985 (sag 290/83, Kommissionen mod Frankrig, Sml. s. 439, præmis 15), hvori Domstolen fastslog, at »artikel 92 i traktaten omfatter [...] støtte, der [...] er blevet vedtaget og finansieret af et offentligt organ og kun kan iværksættes med godkendelse fra det offentlige [...]«. Dommen skal ikke fortolkes således, at godkendelse fra de offentlige myndigheder altid er en forudsætning for, at der kan siges at foreligge statsstøtte, hvilket særligt gælder i tilfælde, hvor den institution, der har truffet beslutning om og finansieret den pågældende finansielle transaktion, selv henhører under den offentlige sektor. Domstolen indskrænkede sig snarere til at nævne samtlige faktorer, der faktisk forelå i den pådømte sag, for heraf at slutte, at i hvert fald, hvor disse faktorer samlet var til stede, var situationen omfattet af traktatens artikel 92, stk. 1. Selv om la Caisse's investering ikke blev godkendt af den franske regering, er det, som ovenfor anført, tilstrækkeligt, at la Caisse henhører under den offentlige sektor og til investeringen har anvendt midler, hvorover den havde rådighed, for at investeringen kan anses for en statslig foranstaltning, der kan udgøre støtte i henhold til traktatens artikel 92, stk. 1.

69 Det følger heraf, at første anbringendes første led må forkastes.

### *Første anbringendes andet led*

70 For så vidt som sagsøgeren med en række forskellige argumenter har gjort gældende, at Kommissionen i den foreliggende sag har foretaget en urigtig anvendelse af kriteriet om, hvordan en fornuftig privat investor, der driver virksomhed på normale markedsøkonomiske vilkår, ville bære sig ad, bemærkes det for det første, at dette kriterium udspringer af princippet om ligebehandling af den offentlige og private sektor, i henhold til hvilket kapital, som staten direkte eller indirekte indskyder i en virksomhed på vilkår, der svarer til normale markedsvilkår, ikke kan anses for statsstøtte (ovennævnte dom af 21.3.1991, sag C-303/88, Italien mod Kommissionen, præmis 20).

- 71 For det andet skal det bemærkes, at Domstolen i dom af 29. februar 1996 (sag C-56/93, Belgien mod Kommissionen, Sml. I, s. 723, præmis 10 og 11), da den tog stilling til anbringender vedrørende henholdsvis en åbenbar fejl ved vurderingen af faktiske omstændigheder og en fejlagtig fortolkning af traktatens artikel 92, stk. 1, fandt, at Kommissionens undersøgelse af, om en bestemt foranstaltning kan anses for støtte i henhold til traktatens artikel 92, stk. 1, fordi staten ikke har handlet »som en almindelig erhvervsdrivende«, indebærer en kompliceret økonomisk bedømmelse. I den foreliggende sag har Kommissionen ved anvendelsen af kriteriet om normal adfærd hos en fornuftig privat investor ligeledes skullet anlægge en række komplicerede økonomiske vurderinger.
- 72 Det følger af fast retspraksis, at Kommissionen råder over et skøn, når den vedtager en retsakt, der indebærer sådanne vurderinger. Domstolsprøvelsen må begrænses til en kontrol af, om procedure- og begrundelsesforskrifterne er overholdt, om de faktiske omstændigheder, på grundlag af hvilke det anfægtede valg er foretaget, er materielt rigtige, samt til, om der foreligger en åbenbar fejl ved vurderingen af de nævnte faktiske omstændigheder, eller om der er begået magtfordrejning (samme dom, Belgien mod Kommissionen, præmis 11).
- 73 Det er på baggrund af ovennævnte betragtninger, at der skal foretages en gennemgang af de af sagsøgeren fremførte argumenter.

Argumentet om, at der er foretaget en urigtig faktisk vurdering af, hvornår CDC-P traf investeringsbeslutningen

— Parternes argumenter

- 74 Sagsøgeren har gjort gældende, at Kommissionen i den anfægtede beslutning kun har lagt vægt på det tidspunkt, hvor CDC-P faktisk tegnede værdipapirerne udstedt af Air France, nemlig i april 1993, hvorved den har overset, at det kræver tid at forberede og gennemføre en så kompliceret transaktion som udstedelse af



ORA og TSIP-BSA. CDC-P havde bidraget til forberedelsen af emissionerne og havde således lige fra begyndelsen deltaget i udarbejdelsen af den finansiering, der til slut blev udbudt til offentligheden. Der blev først taget kontakt mellem Air France og CDC-P i november 1992. I december 1992, efter at Air France var fremkommet med en gunstig bedømmelse af de økonomiske udsigter på mellemlangt sigt, aftalte Air France og CDC-P at udarbejde langsigtede økonomiske prognoser, der blev afsluttet i løbet af januar 1993. CDC-P's bestyrelse fik officielt meddelelse om transaktionen allerede i januar 1993. CDC-P fremsendte da et forslag til Air France om tegning af et beløb svarende til det påtænkte offentlige udbud, hvilket efter CDC-P's opfattelse skulle sikre gennemførelsen af den påtænkte transaktion.

- 75 Sagsøgeren har understreget, at det først var ved udgangen af det første kvartal af 1993, at det blev kendt, at der var sket den »klar(e) forværring af Air France's finansielle struktur«, som Kommissionen har anført som begrundelse for, at der skulle være tale om statsstøtte. De rentabilitetsundersøgelser, der lå til grund for investeringsbeslutningen, var imidlertid foretaget på grundlag af de regnskaber, der var afsluttet den 30. september 1992 — de eneste tal, der var til rådighed i slutningen af 1992 — og det første kvartal af 1993 var kun blevet anvendt til at gennemføre de påtænkte emissioner. Tegningen i april 1993 var således kun den formelle afslutning på en procedure, som lå i forlængelse af en økonomisk beslutning, der var truffet lige i begyndelsen af 1993, da ovennævnte finansielle forværring endnu ikke var indtrådt.
- 76 Sagsøgeren er af den opfattelse, at Kommissionen, ved at tillægge den formelle side af investeringen — nemlig tegningen i april 1993 — større vægt end den egentlige beslutning, har henskudt tidspunktet for den økonomiske vurdering af transaktionen til en dato fire måneder efter, at beslutningen reelt blev truffet. Kommissionen har derved ikke fulgt sin egen doktrin på konkurrence- og statsstøtteområdet om, at der skal tages hensyn til de økonomiske forhold ved transaktionen og ikke dens retlige form. Kommissionen har således uberettiget valgt den løsning, der bedst tilgodeser Kommissionens interesser, uden at tage hensyn til de praktiske realiteter bag gennemførelsen af en transaktion som et offentligt udbud.

- 77 Kommissionen har anført, at ifølge den anfægtede beslutning måtte tidspunktet for CDC-P's investeringsbeslutning ifølge almindelig forretningspraksis anses for at være tidspunktet for den faktiske tegning af værdipapirerne i april 1993, og at denne dato under alle omstændigheder ikke kunne ligge før den 17. februar 1993. Ved at fastslå, at der ikke før denne dato kunne være truffet nogen retligt uigenkaldelig beslutning, tog Kommissionen hensyn til de reelle beføjelser og den reelle indflydelse ud over de rent juridiske formaliteter. I de franske myndigheders skrivelse til Kommissionen af 7. januar 1994 anføres det klart, at »CDC-P i februar 1993 fuldførte sin beslutning om at tegne« den omtvistede emission.

— Rettens bemærkninger

- 78 I den anfægtede beslutning (EFT, s. 32) har Kommissionen foretaget følgende konstateringer på grundlag af oplysninger fra de franske myndigheder:

»[...] Air France's bestyrelse [fastsatte], efter forhandlinger med CDC-P, de nærmere bestemmelser for investeringen og foreslog aktionærerne at godkende emissionen den 17. februar 1993. På den ekstraordinære generalforsamling, der blev afholdt den 24. marts 1993, blev de definitive bestemmelser for obligationsemissionen godkendt. Ifølge almindelig forretningspraksis må CDC-P's investeringsbeslutning formodes at være truffet på tidspunktet for tegningen af obligationerne (dvs. april 1993). De franske myndigheder har ikke godtgjort, at CDC-P var juridisk forpligtet til tegning af emissionen før denne dato. Da der ikke foreligger noget retligt bindende dokument, må enhver erklæring fra CDC-P's side før tegningsdatoen betragtes som en simpel hensigtserklæring. Under alle omstændigheder, og selv hvis det formodes, at CDC-P traf investeringsbeslutningen før april 1993, og at denne beslutning ikke kunne tilbagekaldes, kan den relevante dato tidligst sættes til den 17. februar 1993 (dvs. datoen for bestyrelsens forslag om at udstede obligationerne). Før denne dato var de endelige emissionsbestemmelser endnu ikke fastsat, og CDC-P havde således ikke tilstrækkelige oplysninger til rådighed til at træffe en endelig beslutning eller at forpligte sig på nogen måde.«

- 79 Kommissionen kan ikke anses for i denne argumentation at have anlagt en åbentbart urigtig vurdering. En fornuftig privat investor ville ikke under normale omstændigheder have truffet en beslutning, hvorved han uigenkaldeligt forpligter

sig til at foretage en investering af et omfang som den foreliggende eller at garantere den, så længe de nærmere bestemmelser om den endnu ikke var endeligt fastsat. I den foreliggende sag ville den pågældende investor derfor først have truffet en sådan beslutning den 17. februar 1993. I en situation som i den foreliggende sag — hvor der var gået flere måneder mellem forhandlingerne mellem udstederen og tegneren og tegningen af de omtvistede værdipapirer i april 1993 — ville en fornuftig privat investor endvidere have sørget for i denne forhandlingsperiode indgående at følge den økonomiske og finansielle udvikling i den virksomhed, hvori han havde til hensigt at investere. I tilfælde af, at der skulle indtræde en negativ begivenhed af større omfang, ville han ikke have betænkt sig på at opgive projektet, så længe han ikke var juridisk forpligtet til at gennemføre det. Kommissionen kunne derfor med rette gå ud fra, at investeringsbeslutningen i den foreliggende sag blev truffet i april 1993 eller tidligst den 17. februar 1993.

- 80 Det af sagsøgeren rejste spørgsmål om, hvilke relevante økonomiske og finansielle faktorer en fornuftig privat investor med rimelighed kunne og skulle tage i betragtning på den pågældende dato, vil blive undersøgt i forbindelse med det følgende argument.
- 81 Argumentet om, at der er foretaget en urigtig faktisk vurdering af, hvornår investeringsbeslutningen blev truffet, må derfor under alle omstændigheder forkastes.

Argumentet om en fejlagtig vurdering af baggrunden for CDC-P's investeringsbeslutning

— Parternes argumenter

- 82 Sagsøgeren har gjort gældende, at Kommissionen i den anfægtede beslutning fejlagtigt har undladt at foretage nogen som helst vurdering af den generelle situation på luftfartsmarkedet på tidspunktet for de omtvistede transaktioner. Ved en vurde-

ring af den øjeblikkelige situation omkring den omtvistede investering ville der ikke være nogen hindringer for, at en fornuftig privat investor kunne træffe en lignende beslutning. Selv om de oplysninger, der var til rådighed på det relevante tidspunkt, viste, at Air France's situation var blevet forværret i løbet af regnskabsåret 1992, havde CDC-P god grund til at tage en række oplysninger i betragtning, der gav anledning til forhåbninger om en hurtig forbedring af situationen. Deriblandt er efter sagsøgerens opfattelse oplysningen om en stigning i den af Air France registrerede trafik i 1992 (+ 11,2% i slutningen af november 1992).

- 83 Sagsøgeren har endvidere anført, at beslutningen om at tegne de omtvistede værdipapirer i vidt omfang beroede på Air France' omstrukturingsplan (PRE 1) i oktober 1992, der skulle supplere CAP'93-planen og havde til formål at opnå finansiell ligevægt igen fra 1994, idet omstrukturen af Air France i øvrigt var pågået i flere år. Selv om Air France's resultater i 1992 ikke var som påregnet, kunne CDC-P således have forhåbninger om, at der ville blive rettet op på selskabets finansielle situation de følgende år. I denne forbindelse havde PRE 1 vist en meget stærk vilje hos bestyrelsen i Air France til at træffe de foranstaltninger, der måtte vise sig at være nødvendige, idet målet var en stigning på 3 mia. FF i cash-flow om året, fortsat nedskæring af arbejdsstyrken med henblik på forbedret produktivitet og et mere aggressivt handelsfremstød. CDC-P kunne derfor med god grund antage, at de omfattende nedlæggelser af stillinger (5 000 på to år), de handelsmæssige foranstaltninger til at rette op på faldet i indtægterne pr. enhed og målene i CAP'93- og PRE 1-programmerne (+ 4, 5 mia. FF i forbedring af bruttofortjenesten i 1994) tilsammen kunne klare vanskelighederne i Air France, selv om der var lange frister for gennemførelse af de af planerne omfattede foranstaltninger.
- 84 Sagsøgeren har dernæst anført, at udsigten til, at Air France kom ud af vanskelighederne på grund af foranstaltningerne i PRE 1, blev understøttet af prognoserne for udviklingen på luftfartsmarkedet i 1993. Dels planlagde Air France i begyndelsen af 1993 at udvide sin passager- og godstrafik, dels havde finansieringsselskabet Edmond de Rothschild Banque i en undersøgelse af 13. januar 1993 af kapitalforhøjelsen i Air France udtalt, at selv om luftfartsmarkedet var trykket, var der på kort sigt visse opmuntrende tegn for investorer.

- 85 Under påberåbelse af bl.a. utilstrækkeligheder ved de af Air France gennemførte omstrukturingsplaner har Kommissionen begrundet den anfægtede beslutning med omstændigheder, som ikke kunne være investorernes bekendt, da de traf beslutningen om at tegne de omtvistede værdipapirer. Når PRE 1-planen ikke var lykkedes, skyldtes det begivenheder, der indtrådte i løbet af den første halvdel af 1993. Omstrukturingsprogrammet CAP'93 var endvidere stadig under afvikling i april 1993, og Kommissionen kunne ikke lægge til grund, at de finansielle mål i CAP'93 på tidspunktet for den pågældende tegning ikke kunne nås. Hverken faldet i passagertrafikken i de fire første måneder af 1993 eller Air France's finansielle situation efter september 1992 kunne have været CDC-P bekendt på tidspunktet for den omtvistede investering.
- 86 For så vidt angår omstændighederne ved investeringen på mellemlangt og langt sigt har sagsøgeren påpeget, at fremtidsudsigterne, både for luftfartsselskaberne i almindelighed og Air France i særdeleshed, gav grund til at antage, at erhvervelse af en andel i emissionerne ville være en god forretning. Sagsøgeren henviser igen til Rothschild's undersøgelse og anfører særligt, at det i undersøgelsen påpeges, at »rentabiliteten af de selskaber, der har forbedret deres produktivitet, må antages at stige kraftigt, når det økonomiske opsving indtræder«, hvorfor »visse analytikere generelt anbefaler sektoren på langt sigt«.
- 87 I den forbindelse henviser sagsøgeren til de fordele, Air France sad inde med, nemlig forrettigheder til adgang til Charles-de-Gaulle-lufthavnen i Roissy-en-France, et enestående trafiknet i Frankrig og internationalt og en finansiell struktur, som ved udgangen af 1992 svarede til eller endog var mere tilfredsstillende end de nærmeste konkurrenters. Air France's gæld var på 33% af omsætningen mod 38% i British Airways, 41% i Swissair og 67% i Japan Airlines. Forholdet mellem nettoresultatet og omsætningen i Air France-koncernen var i slutningen af 1992 stadig næsten det samme som konkurrenternes. Det var samtlige disse forhold, der fik investeringsbanken Lehman Brothers til at fremhæve Air France's potentiale, da den i en undersøgelse offentliggjort i september 1993 anførte følgende: »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 Den optimistiske analyse af udviklingen på markedet på langt sigt blev endvidere bekræftet af Kommissionen selv, som i sin beslutning 94/118/EF af 21. december 1993 om støtte fra Irland til Aer Lingus-gruppen, der hovedsagelig udfører lufttransport (EFT 1994 L 54, s. 30), anførte, at prognosen for flytransportsektoren på langt sigt var ganske positiv, og at der, hvis det lykkedes at få et generelt økonomisk opsving i gang, kunne forventes bedre resultater i løbet af de følgende to år (EFT, s. 38). Endvidere præciserede Kommissionen i ovennævnte beslutning 94/653 af 27. juli 1994 om godkendelse af den anmeldte forøgelse af Air France's selskabskapital, der blev truffet den samme dag som den anfægtede beslutning, at da passagertrafikken var steget med 14% og 9% i 1992 og 1993, var udsigterne for den europæiske luftfart ret positive på mellemlangt sigt (1994-1997), og at trafikken sandsynligvis skulle stige med 6% om året (EFT, s. 82).
- 89 Sagsøgeren har endvidere anført, at Kommissionen har indtaget en anden holdning i den anfægtede beslutning, end den gjorde til Air France's emission af ORA i juli 1992, hvor den fandt, at det »på baggrund af prognosen for udviklingen af Air France-koncernen og udsigten til stigning i selskabets værdi [ville være] en væsentlig fordel« at have aktier i Air France i 2000. Sagsøgeren har anført, at selv om Air France's situation bestemt forværredes mellem juli 1992 og begyndelsen af 1993, forringede det dog ikke langtidsperspektiverne for virksomheden. Det var kun investorernes risiko, der blev forøget på grund af de forbigående vanskeligheder, der opstod i denne periode, hvilket ses af den stigning i afkastet, der blev udbetalt i forbindelse med emissionerne i april 1993, i forhold til emissionerne i 1992.
- 90 Sagsøgeren udleder heraf, at Kommissionen ikke i den anfægtede beslutning kunne hævde, at en almindelig investor ikke ville have investeret i denne sektor, og kritisere, at CDC-P allerede i begyndelsen af 1993 havde foregrebet denne generelle udvikling på lufttransportmarkedet. CDC-P var klar over Air France's økonomiske vanskeligheder, som fremgik af regnskaberne pr. 30. september 1992, men var af den opfattelse, at disse vanskeligheder kun var forbigående og ville ophøre under generelt gunstigere vilkår, der med tiden ville medføre, at Air France blev rentabel igen. Denne vurdering deltes i øvrigt af de private investorer, der tegnede de omtvistede emissioner.

- 91 Under alle omstændigheder tog CDC-P, da den traf sin beslutning — hvor kun Air France's regnskaber pr. 30. september 1992 var til rådighed, idet de endelige regnskaber for regnskabsåret 1992 endnu ikke var offentliggjort — med rette hensyn til Air France-koncernens driftsresultat i regnskabsåret 1991 (213 mio. FF) og de positive nettoresultater i regnskabsårene 1983-1989 (685 mio. FF i 1989). I den forbindelse har sagsøgeren henvist til Domstolens dom af 10. juli 1986 (sag 234/84, Belgien mod Kommissionen, Sml. s. 2263, præmis 15), hvorefter en privat selskabsdeltager kan indskyde den nødvendige kapital til at sikre, at en virksomhed, der er kommet i forbigående vanskeligheder, kan overleve og på ny kan blive rentabel, efter omstændighederne efter en omstrukturering.
- 92 Kommissionen har for det første anført, at den ikke har hævdet, at en privat investor ikke ville have investeret i lufttransportsektoren. Den har derimod undersøgt spørgsmålet, om en privat investor på baggrund af Air France's økonomiske situation ville have investeret 1,5 mia. FF på det tidspunkt, hvor CDC-P's beslutning blev truffet. Det var særligt, fordi der ikke forelå nogen holdbar omstruktureringsplan, at dette spørgsmål måtte besvares benægtende.
- 93 Det ville ikke være korrekt at påstå, at CDC-P's investeringsbeslutning blev truffet under hensyntagen til omstrukturingsprogrammet CAP'93. Dette program var nemlig blevet erstattet af PRE 1-planen i oktober 1992. Som det fremgår af skrivelsen fra de franske myndigheder af 7. januar 1994, var CDC-P's investering »netop foretaget på baggrund af en omfattende omstrukturingsplan, der var fremlagt i efteråret 1992 (plan de retour à l'équilibre)«. Kommissionen bemærker hertil, at den i den anfægtede beslutning (EFT, s. 33 og 34) gennemgik PRE 1 i detaljer og fandt den utilstrækkelig til at genoprette selskabets økonomiske levedygtighed, selv på længere sigt. Kommissionen undersøgte da PRE 1, som planen var fremlagt i oktober 1992, og havde ikke vurderet den på grundlag af begivenhederne, der var indtrådt efter den omtvistede investeringsbeslutning.
- 94 Endvidere er det forkert, når sagsøgeren hævder, at kun Air France's regnskaber til den 30. september 1992 var til rådighed på det tidspunkt, hvor CDC-P traf beslut-

ningen om at investere. Omfanget af Air France's tab i 1992 kunne forudses og var delvis dokumenteret allerede i november 1992. Faktisk var der allerede artikler i pressen den 13. oktober, 7. november og 15. december 1992, hvoraf det fremgik, at formanden og generaldirektøren for Air France havde annonceret, at det forventede konsoliderede tab for 1992 var i størrelsesordenen 3 mia. FF. Udsigten til tab på 3,2 mia. FF var udtrykkeligt blevet nævnt i et prospekt fra Air France vedrørende et lån for februar 1993, der var godkendt ved påtegning af Commission des opérations de Bourse (herefter »COB«) den 25. januar 1993. Det var utænkeligt, at CDC-P, som havde ligget i forhandlinger med Air France siden november 1992, ikke kendte dette tal og var uvidende om den alvorlige forringelse, som det udgjorde i forhold til tidligere tab.

- 95 I modsætning til, hvad sagsøgeren har hævdet, fører den umiddelbare situation omkring investeringen således på ingen måde til, at man må anerkende, at en privat investor ville have foretaget den. Det var sagsøgeren bekendt, hvor alvorlig situationen var for Air France. Stigningen i trafikken på 11,2%, som sagsøgeren har anført fandt sted i de første 11 måneder af 1992, var ikke noget tegn på forbedring, eftersom de af Air France registrerede indtægter pr. enhed var faldet med 8,1%. Endvidere var Air France's resultater i 1992 forholdsvis ringe i forhold til konkurrenternes. Air France havde øget antallet af befordrede passager pr. km med 8,9%, mens British Airways havde haft en fremgang på 15,4%, Lufthansa på 14% og KLM på 16,1%, og den gennemsnitlige forbedring i 1992 for alle selskaber i AEA var på 13,3%.
- 96 Udsigterne på mellemlangt og langt sigt kunne efter Kommissionens opfattelse heller ikke tilskynde en fornuftig privat investor til at investere i Air France på det tidspunkt, hvor CDC-P traf sin beslutning. Kommissionen mener, at Rothschild's undersøgelse, som sagsøgeren har påberåbt sig, hverken gennemgår konsekvenserne af luftfartens liberalisering i 1997 eller Air France's økonomiske situation eller kommer ind på selskabets produktivetsproblemer. Med hensyn til rapporten fra Lehman Brothers har Kommissionen påpeget, at den er fra september 1993, hvorfor CDC-P ikke var vidende om indholdet af den og konklusionerne deri, da CDC-P traf investeringsbeslutningen. Under alle omstændigheder anførtes der følgende i rapporten med hensyn til Air France: »Until recently, lack of strategic vision and restrictive work practices have been at the heart of continual and heavy group losses«. Ifølge rapporten afhænger Air France's mulighed for at blive et af



de mest rentable europæiske selskaber endvidere af, om selskabet kan reducere sine omkostninger betydeligt. I PRE 1, der var i kraft i den pågældende periode, var der imidlertid ikke truffet nogen reel foranstaltning til at reducere Air France's omkostninger.

— Rettens bemærkninger

- 97 Den anfægtede beslutning gennemgår i detaljer Air France's økonomiske situation og understreger særligt den klare forværring af Air France's finansielle struktur i løbet af de tre år forud for den omtvistede investering. Kommissionen anfører deri, at Air France har akkumuleret et fortsat underskud på 717 mio. FF i 1990, 685 mio. FF i 1991 og 3,2 mia. FF i 1992, idet underskuddet er firedoblet i forhold til 1991 til trods for vedtagelsen af omstruktureringsplanen CAP'93 i 1991 og tilførslen af 5,84 mia. FF i 1991 og 1992 (jf. ovenfor, præmis 2). Kommissionen er endvidere af den opfattelse, at det var helt klart, at den nye omstruktureringsplan, PRE 1, der blev vedtaget i oktober 1992, selv ikke på langt sigt kunne rette op på Air France's vanskelige situation.
- 98 I den forbindelse var Kommissionen ikke forpligtet til ved udøvelsen af det skøn, der tilkommer den på området, at forbedre det negative resultat, den var kommet frem til, ved at tage hensyn til de ringe tegn på og udsigter til forbedring, som sagsøgeren har påberåbt sig, når disse kunne anses for ubetydelige i forhold til Air France's generelle økonomiske og finansielle situation. Der skal herved blot henvises til Domstolens dom af 3. oktober 1991 (sag C-261/89, Italien mod Kommissionen, Sml. I, s. 4437, præmis 14), hvori Domstolen i stedet for at fastslå, at Kommissionen havde en pligt til at foretage en minutios afvejning af samtlige negative og positive oplysninger, for virksomheden Alumina's vedkommende anerkendte, at Kommissionen havde foretaget en samlet vurdering, hvoraf fremgik, at den omstændighed, at der var et positivt resultat, selv om det havde kunnet forudses, ikke ville have været tilstrækkeligt til at få en eventuel privat investor til at indskyde den omhandlede kapital, da et sådant resultat var for svagt til at kunne opveje den tyngende gæld og de meget store tab.

- 99 Selv om sagsøgeren ikke bestrider de ovennævnte oplysninger, som Kommissionen har lagt vægt på i den anfægtede beslutning, fremfører sagsøgeren dog en række klagepunkter mod Kommissionens vurderinger.
- 100 Sagsøgeren har for det første gjort gældende, at på det tidspunkt, hvor den omtvistede investering fandt sted, var de endelige regnskaber for 1992, hvoraf der fremgik et underskud på 3,2 mia. FF for dette år, endnu ikke offentliggjort, og CDC-P kunne da endnu ikke være vidende om dette underskud.
- 101 Det bemærkes hertil, at de artikler, der kom frem i pressen i oktober, november og december 1992 i *Le Figaro*, *Financial Times* og *Le Monde*, oplyste, at Air France-koncernen ventede et underskud på 3 mia. FF for regnskabsåret 1992. Endvidere nævntes i det tegningsprospekt, Air France selv havde udstedt, og som blev påtegnet af COB den 25. januar 1993, følgende »fremtidsperspektiver«: »Det konsoliderede nettoresultat (for koncernen) for regnskabsåret 1992 anslås på nuværende tidspunkt til et tab på 3,2 mia. FF.« Kommissionen kunne således med rette være af den opfattelse, at en fornuftig privat investor ville have været vidende om disse tal, så meget desto mere som denne investor, CDC-P, havde ligget i forhandlinger med Air France siden november 1992. Klagepunktet om, at Kommissionen ikke burde have taget tabet på 3,2 mia. FF i 1992 i betragtning, må derfor forkastes.
- 102 Sagsøgeren har for det andet gjort gældende, at Kommissionen har undladt at tage hensyn til den positive faktor i de samlede mål med omstrukturingsplanen PRE 1 og CAP'93-programmet — der endnu var under afvikling i april 1993 — og truffet den anfægtede beslutning på grundlag af omstændigheder, der lå efter investeringsbeslutningen, idet PRE 1-planen slog fejl på grund af begivenheder efter dette tidspunkt.
- 103 Det bemærkes herved, at det i den anfægtede beslutning efter en beskrivelse af de i PRE 1 planlagte foranstaltninger konkluderes, at planen er mangelfuld i flere

henseender og utilstrækkelig på visse punkter. Kommissionen har således bl.a. anført, at der bortset fra oprettelsen af et knudepunkt i Charles-de-Gaulle-lufthavnen i Roissy-en-France ikke var truffet nogen foranstaltning til at øge indtægterne, og at der ikke i planen var foretaget en analyse af den forventede udvikling på markedet under liberalisering, at der ikke var truffet bestemmelse om en tilpasning af Air France's handelsmæssige politik til den midlertidige overkapacitet inden for luftfarten, men i stedet var anlagt en investeringsstrategi, og at der heller ikke var truffet bestemmelse om andre omstruktureringsforanstaltninger i tilfælde af yderligere forværring af selskabets økonomiske situation. I den forbindelse hverken nævnes eller tages der hensyn til omstændigheder efter februar 1993 i den anfægtede beslutning. Over for denne vurdering har sagsøgeren kun gjort gældende, at CDC-P's investeringsbeslutning i vidt omfang var truffet under forudsætning af gennemførelsen af PRE 1, nævnt målene med planen og opregnet de ønskede resultater. Retten finder ikke, at denne argumentation kan godtgøre, at Kommissionen anlagde et åbenbart urigtigt skøn, da den lagde til grund, at PRE 1 ikke var tilstrækkelig til at genoprette Air France's økonomiske levedygtighed og rentabilitet, selv på længere sigt.

104 Med hensyn til betydningen af CAP'93-programmet bemærkes for det første, at de franske myndigheder ikke under den administrative procedure har godtgjort nogen forbindelse mellem den omtvistede investering og CAP'93-programmet. Tværtimod har de i deres skrivelse af 7. januar 1994 anført, at investeringen kun var foretaget på baggrund af PRE 1. For det andet resulterede CAP'93 sammen med en indsprøjtning af 5,84 mia. FF i 1991 og 1992 i en firedobling af Air France's tab, der nåede op på 3,2 mia. FF i 1992. Det var derfor med rette, at Kommissionen undlod at tage hensyn til CAP'93-programmet i den anfægtede beslutning.

105 Sagsøgeren har endelig for det tredje gjort gældende, at Kommissionen i sin vurdering af, at ingen fornuftig privat investor ville have foretaget den omtvistede investering, var i åben modstrid med sin egen optimistiske bedømmelse af udviklingen i den civile luftfartssektor i Fællesskabet i almindelighed og udviklingen i Air France i særdeleshed. Sagsøgeren har endvidere anført, at denne optimistiske bedømmelse i øvrigt deltes af eksperter i banksektoren.

- 106 I det omfang sagsøgeren således henviser til de beslutninger, Kommissionen vedtog den 20. november 1991 og den 15. juli 1992 (jf. ovenfor, præmis 2), må det for det første fastslås, at sagsøgeren har citeret pressemeddelelsen om beslutningerne, som indeholder en langt mere optimistisk bedømmelse af udsigterne for Air France-koncernen end selve beslutningerne. I beslutningerne anføres det blot, at de pågældende finansielle transaktioner er forenelige med princippet om den fornuftige private investor, og dette begrundes i, at udsigterne til afkast af investeringen på langt sigt »på grundlag af de foreliggende oplysninger« må tillægges mere vægt end vanskelighederne på kort sigt som følge af Air France-koncernens »aktuelle økonomiske struktur«. Endvidere erklærer Kommissionen i beslutningen af 20. november 1991, at den »udtrykkeligt forbeholder sig sin stilling til nye kapitalforhøjelser i Air France i 1992 og 1993«, og at dens beslutning om disse transaktioner vil afhænge af en »ajourført vurdering af virksomhedens økonomiske og finansielle situation, gennemførelse af 'Contrat de plan'« osv.
- 107 Det fremgår således, at Kommissionen selv tidsmæssigt har begrænset rækkevidden af sin vurdering af udsigterne for Air France-koncernen, hvilket allerede udelukker, at der kan være modstrid med den vurdering, der senere er anlagt i den anfægtede beslutning. Skønt beslutningerne i 1991 og 1992 gav tilladelse til indskud af 5,84 mia. FF, blev der deri også taget hensyn til omstruktureringsplanen CAP'93, som netop var lanceret, og som Kommissionen tilsyneladende ikke havde nogen indvendinger mod på daværende tidspunkt. Som fastslået ovenfor, var det først i begyndelsen af 1993, at en fornuftig privat investor ville have været klar over, at Air France's tab til trods for CAP'93 og tilførslen af 5,84 mia. FF ville firedobles, og at den følgende omstruktureringsplan (PRE 1) ikke ville være tilstrækkelig. På denne baggrund kunne Kommissionen i den anfægtede afgørelse gå ud fra, at udsigterne for Air France-koncernen på mellemlangt og langt sigt var dårlige, uden at dette var i modstrid med de to forudgående beslutninger.
- 108 I de ovennævnte beslutninger 94/118 af 21. december 1993 (Aer Lingus) og 94/653 af 27. juli 1994 (Air France) vurderede Kommissionen ganske som i den anfægtede beslutning, at de pågældende virksomheders økonomiske og finansielle situation var en sådan, at ingen fornuftig privat investor ville have foretaget de kritiserede finansielle transaktioner. De blev derfor ligesom transaktionerne i den foreliggende sag anset for statsstøtte. Det var kun ved anvendelse af undtagelsesbestemmelsen i traktatens artikel 92, stk. 3, litra c), at Kommissionen dels anerkendte, at der forelå

to holdbare omstrukturingsplaner, dels anlagde den bedømmelse, at den påtænkte statsstøtte var berettiget af hensyn til situationen for civil luftfart i Fællesskabet, som der var positive udsigter for på mellemlangt og længere sigt. Der har derfor ikke været nogen modsætninger i anvendelsen af kriteriet om den fornuftige private investor.

- 109 De positive vurderinger, som var anlagt af finansieringsselskabet Edmond de Rothschild Banque og investeringsbanken Lehman Brothers, vedrørte luftfartssektoren som sådan og mulighederne for Air France's udvikling. Så længe Air France ikke havde fremlagt en overbevisende omstrukturingsplan — hvilket ikke var tilfældet i begyndelsen af 1993 (jf. ovenfor, præmis 103) — kunne Kommissionen imidlertid med rette gå ud fra, at Air France hverken ville udnytte sit eventuelle udviklingspotentiale eller drage fordel af en positiv udvikling i den civile luftfart i Fællesskabet.
- 110 Det følger af ovenstående, at argumentet om en fejltagtig vurdering af situationen omkring investeringsbeslutningen må forkastes.

Argumentet om en åbenbar fejl ved anvendelsen af princippet om den fornuftige private investor i forbindelse med de særlige karakteristika ved de udstedte værdipapirer

— Parternes argumenter

- 111 Sagsøgeren er af den opfattelse, at emissionerne er markedstransaktioner, der er foretaget på markedsvilkår, og har for det første gjort gældende, at Kommissionen i beslutningen har undladt at tage hensyn til, at investeringen blev foretaget som et offentligt udbud og ikke var forbeholdt CDC-P, men stod åben for alle interesserede investorer. Dette offentlige udbud indebar i medfør af de relevante nationale bestemmelser, at der skulle forelægges et prospekt til de påtænkte emissioner for COB til forudgående kontrol. Eftersom COB havde godkendt prospektet, der var

udarbejdet til emissionerne i april 1993, var det klart, at COB skønnede, at projektet ikke indebar en uacceptabel risiko for investorerne. COB havde end ikke gjort brug af sin mulighed i henhold til de relevante nationale bestemmelser for at udforme en advarsel og anmode om indføjelse af den i indbydelsen.

- 112 Sagsøgeren har under henvisning til de opgaver, der er pålagt COB, gjort gældende, at selv om kontrollen med, at risikoen er forenelig med investorernes interesser, ikke indebærer en systematisk kontrol med hensigtsmæssigheden af den påtænkte transaktion, betænker COB sig i praksis ikke på at nægte at godkende transaktioner, der frembyder for stor risiko. COB kunne have nægtet at give sin påtegning af de omtvistede emissioner eller have indsat en advarsel, hvori investorernes opmærksomhed blev henledt på den dermed forbundne risiko, hvis COB havde skønnet, at tegningen indebar en risiko, der var uforenelig med sparernes interesser. Kommissionen havde derfor ikke uden at bestride COB's påtegning, som den end ikke havde nævnt i beslutningen, kunnet konkludere, at udsigterne til rentabilitet af CDC-P's investering var af en sådan art, at en privat investor ikke ville have foretaget den.
- 113 Sagsøgeren har for det andet bestridt Kommissionens opfattelse af, at de værdipapirer, Air France havde emitteret og CDC-P tegnet, var usædvanlige på finansmarkederne. De største franske virksomheder havde f.eks. alene i 1990 og 1991 foretaget tilsvarende emissioner. De omtvistede ORA og TSIP-BSA var fyldestgørende, for så vidt som de for det første sikrer deres tegnere et sikkert afkast på kort og mellemlangt sigt og dernæst giver grund til forhåbning om en på langt sigt betydelig »løftestangsvirkning« ved at give adgang til kapitalen i Air France. Under alle omstændigheder har Kommissionen ikke ført bevis for, at de særlige karakteristika ved værdipapirerne ikke var sædvanlige for denne type produkter. I modsætning til lån, der ydes til en lavere rente end markedsrenten, hvor forskellen mellem den sædvanlige rente og den undtagelsesvise rente udgør støtten, indeholder investeringstransaktionen i den foreliggende sag således ikke noget element af støtte.

- 114 I replikken (punkt 103-107) har sagsøgeren i forbindelse med vurderingen af de omtvistede TSIP oplyst, at Air France i februar og juni 1993 udstedte to obligationslån på hver 1,5 mia. FF, som blev bestyret af Crédit lyonnais. Sagsøgeren har endvidere anført, at det afkast, der skulle betales til TSIP efter 2000, sammenlignet med, hvad der skulle udbetales i rente i den samme periode for TSIP udstedt på samme tidspunkt af Crédit lyonnais, CIC og Banque La Henin, befandt sig inden for markedets »spændvidde«. Sagsøgeren har derefter foretaget en sammenligning af emissionsvilkårene for de omtvistede TSIP-BSA med vilkårene for emissioner af obligationer med warrant, som sagsøgeren mener er et finansielt produkt meget lignende TSIP-BSA, og en tilsvarende sammenligning med konvertible obligationer, der er udstedt siden 1990.
- 115 Sagsøgeren har endvidere anført, at ejere af ORA og TSIP-BSA bliver aktionærer efter en observationsperiode, hvor de modtager et afkast, hvorfor en beslutning om at tegne denne type produkter træffes på grund af det afkast, der udbetales i låneperioden, og i forhåbning om gevinst i form af realisering af en væsentlig værditilvækst af aktierne, når obligationerne konverteres til aktier. Kommissionens analyse alene på grundlag af Air France's finansielle situation i årene 1992 og 1993 er således ikke relevant fra et finansielt synspunkt. For at kunne anlægge en vurdering af investeringens rentabilitet, skulle der først foretages en analyse af udviklingen af Air France's finansielle situation indtil 2000. De warrants, der var knyttet til TSIP, gav indehaverne mulighed for at tegne nye aktier i Air France, tilmed til en pris af 517 FF pr. aktie, selv om vurderingsprisen på en sådan aktie dengang var på 849 FF »i en horisont frem til 2000«, hvilket fremgik af et dokument fra Air France af 19. februar 1993. Påstanden i den anfægtede beslutning om, at disse warrants var værdiløse, fordi de underliggende aktier ikke havde nogen værdi på det tidspunkt, hvor de skulle tegnes, er således vilkårlig.
- 116 Hvad særligt angår TSIP har sagsøgeren henvist til, at emissionskontrakten indeholder en bestemmelse om indfrielse fra den 1. januar 2000, hvis Air France ønsker det. CDC-P havde således god grund til at antage, at mekanismen med progressivt afkast, der berørte den variable rentesats fra regnskabsåret 2000, tilskyndede Air France til at indfri TSIP den 1. januar 2000. Denne mekanisme med tilskyndelse til tidlig indfrielse skulle have fået en fornuftig investor som f.eks. CDC-P til at

betragte de udstedte TSIP som almindelige obligationer til udløb den 1. januar 2000, med fast og stigende rente varierende fra 5,5 til 8,5% og aktuarmæssigt udbytte på 7%.

- 117 Under retsmødet har sagsøgeren nærmere uddybet sidstnævnte anbringende. Ifølge sagsøgeren har Kommissionen begået to grundlæggende fejl i skønsudøvelsen. For det første udtalte Kommissionen efter, at den havde anset ORA for en aktieinvestering og en udskudt forhøjelse af kapitalen, at »tilsvarende betragtninger gælder for TSIP-BSA« (beslutningen, EFT, s. 32). Kommissionen havde derved fordrejet TSIP og gjort dem til overskudsbeviser, selv om TSIP i det væsentlige er en form for rentebærende obligation, som kun eventuelt og alene efter investorens valg kan give adgang til Air France's kapital. For det andet underforstår Kommissionen, når den (EFT, ligeledes s. 32) med hensyn til de samme TSIP-BSA anfører, at »ejeren [også] kan [...] undlade at bruge sin tegningsret og kan vælge fortsat at modtage rente efter den 1. januar 2000, indtil selskabet beslutter at indfri værdipapirerne«, at tegneren, hvis den pågældende undlader at konvertere sine warrants til aktier, har ret til fortsat oppebørsel af renter efter den 1. januar 2000. Dette er imidlertid to vidt forskellige spørgsmål, eftersom warrants er uafhængige af TSIP og kan overdrages for sig.
- 118 Sagsøgeren har endelig nævnt muligheden for værditilvækst, som en fremtidig privatisering af Air France kunne give forhåbninger om. Succesen med privatisering af British Airways, men også udsigten, ved udgangen af 1992, til en ændring i det politiske flertal i Frankrig i april 1993 kunne have varslet om en sådan udvikling. Denne udsigt til en fremtidig privatisering var blevet drøftet på det tidspunkt, hvor investeringen blev foretaget, hvilket ses af udtalelser fra repræsentanter for det fremtidige flertal, der kom til magten. CDC-P kunne således med føje ved udgangen af 1992 og i begyndelsen af 1993 — dvs. nogle måneder før det franske valg til den lovgivende forsamling, om hvis resultat der ikke var nogen tvivl — have forhåbninger om en fremtidig privatisering af Air France med den virkning, at de aktier, som CDC-P ville blive indehaver af som følge af de omtvistede værdipapirer, med tiden ville få en øget omsættelighed.



- 119 Med hensyn til de nærmere omstændigheder ved de af Air France udstedte og CDC-P tegnede værdipapirer har Kommissionen henvist til sin indgående gennemgang af deres karakteristika (beslutningen, EFT, s. 28, 29 og 32).
- 120 Kommissionen har endvidere anført, at den usædvanlige karakter af ORA bevidnes af, at Air France i 1993 var den eneste virksomhed, der udstedte simple ORA, og at denne emission udgør 70% af den samlede mængde af ORA udstedt i Frankrig, alle former taget under ét. Til de to andre emissioner af ORA i 1993 var der knyttet warrants, og de emitterende selskaber var børsnoterede. Air France's ORA var de eneste, der blev emitteret uden for det officielle marked, og da de ikke var børsnoterede, og der ikke var noget sekundært marked, var disse ORA ikke særligt omsættelige, navnlig fordi de er på navn. Endvidere ville indehaverne i tilfælde af virksomhedens opløsning opnå tilbagebetaling på samme måde som aktionærerne, nemlig efter alle andre kreditorer.
- 121 Kommissionen har med hensyn til TSIP-BSA påpeget, at Air France i 1993 var det eneste selskab, der emitterede denne type værdipapirer, og at det forhold, at der kun var én emission af TSIP i 1992 og ingen i 1991, viser, hvor usædvanlige de er. Kommissionen har endvidere anført, at TSIP-BSA er lige så lidt omsættelige som ORA. Eftersom der ikke skete andre emissioner af TSIP end Air France's i 1993, er sagsøgerens sammenligninger med andre selskabers emissioner af TSIP uden relevans. Under alle omstændigheder er de andre TSIP meget forskellige fra dem, Air France har udstedt. I duplikken har Kommissionen ikke taget stilling til detaljerne i argumentationen i replikken vedrørende vurderingen af de omstridte TSIP-BSA og sammenligningen af dem med TSIP fra andre selskaber eller med andre typer værdipapirer.
- 122 Kommissionen er af den opfattelse, at adgangen til kapitalen i Air France — på længere sigt for indehaverne af ORA og kun muligvis for indehaverne af TSIP-BSA — ikke gav grund til forventning om en på langt sigt betydelig »løftestangs-virkning« i form af en potentiel værditilvækst. Sagsøgeren har selv i stævningen anerkendt, at det i marts 1993 var vanskeligt at forudse værdien af aktierne i Air France i 2000 og omfanget af en eventuel værditilvækst. Ikke desto mindre var vurderingsprisen af aktien til dette tidspunkt præcist anslået til 849 FF en måned

før. Kommissionen har imidlertid bemærket, at prisen på aktier i Air France i december 1994 var fastsat til 78 FF ved bekendtgørelse fra økonomi- og finansministeren i overensstemmelse med en udtalelse fra »Commission de la privatisation«.

- 123 Den omtvistede tegnings usædvanlige karakter bekræftes ifølge Kommissionen af, at det til trods for, at det hævdes, at de pågældende emissioner var attraktive, kun var CDC-P, der udviste en egentlig interesse for dem, idet CDC-P alene tegnede 99,9% af TSIP-BSA og 99,7% af ORA, selv om CDC-P kun havde 0,53% af kapitalen i Air France. Kommissionen har heraf udledt, at Air France's finansielle situation, herunder omfanget af tab og gæld, samt svaghederne ved PRE 1 og planens utilstrækkelighed med hensyn til at rette op på situationen gjorde det umuligt for Air France at rejse de pågældende beløb på kapitalmarkederne, og at en privat investor derfor ikke ville have investeret så væsentlige summer i Air France.
- 124 Kommissionen er af den opfattelse, at COB's påtegning ikke udgør en godkendelse af den omtvistede emission i enhver henseende. Ved påtegningen bevidnes det blot, at de oplysninger, der gives de potentielle investorer, er tilstrækkelige til, at de er i stand til at træffe afgørelse på et fyldestgørende grundlag. Påtegningen indebærer ingen vurdering af hensigtsmæssigheden af de påtænkte transaktioner eller berettigelsen af de nærmere bestemmelser herom, men påføres, når COB godkender, at transaktionen formelt er i overensstemmelse med reglerne.
- 125 For så vidt som sagsøgeren har anført, at Kommissionen har fordrejet TSIP-BSA, har Kommissionen under retsmødet erklæret, at for den var det væsentlige ikke så meget de tekniske eller specifikke karakteristika ved henholdsvis ORA og TSIP-BSA, men først og fremmest investeringen i Air France principielt. Kommissionen mener endvidere ikke at have begået nogen fejl i skønsudøvelsen, da den anførte, at det væsentligste kendetegn ved TSIP-BSA var den fakultative konvertering, i forhold til den obligatoriske konvertering af ORA ved deres udløb. Endelig har Air France selv i sit prospekt vedrørende de omtvistede emissioner oplyst, at emissionen både af ORA og af TSIP-BSA på længere sigt skulle øge selskabets egenkapital.

## — Rettens bemærkninger

- 126 Med hensyn til spørgsmålet om betydningen af COB's påtegning af prospektet vedrørende emissionerne fremgår det for det første af sagens akter (replikken, punkt 115), at sagsøgeren ikke har hævdet, at COB i den foreliggende sag havde kontrolleret, om det var hensigtsmæssigt for en fornuftig privat investor at foretage den finansielle transaktion. Tværtimod har sagsøgeren anerkendt, at COB ikke systematisk foretager en sådan kontrol.
- 127 Det må konstateres, at COB med en standardformulering blot erklærer, at den »i medfør af artikel 6 og 7 i bekendtgørelse nr. 67-833 af 28. september 1967 anfører nærværende prospekt sin påtegning nr. 93-138 af 25. marts 1993«. Det fremgår således, at COB ikke har afgivet en begrundet udtalelse med økonomiske og finansielle vurderinger, der kunne stride mod Kommissionens vurderinger i den anfægtede beslutning, og som Kommissionen kunne og eventuelt burde have inddraget.
- 128 Det skal for det andet med hensyn til anbringenderne om, at Kommissionen har anlagt en forkert vurdering af værdien og de særlige karakteristika ved værdipapirerne, først undersøges, om Kommissionen med urette har behandlet TSIP-BSA og ORA ens.
- 129 Det relevante afsnit i beslutningen (EFT, s. 32) har følgende ordlyd:

»CDC-P's tegning af ORA kan sammenlignes med en aktieinvestering, der tager sigte på at styrke luftfartsselskabets egenkapital. ORA er værdipapirer, som obligatorisk konverteres til aktier, og de repræsenterer ud fra et finansielt synspunkt en udskudt forhøjelse af kapitalen. For så vidt angår ORA afhænger forrentningen af investeringen, som tidligere anført, af selskabets finansielle resultater og værdien af

Air France's aktier på ombytningstidspunktet. Tilsvarende betragtninger gælder for TSIP-BSA. TSIP-BSA konverteres dog ikke obligatorisk til aktier [...]

- 130 Med henblik på en objektiv fortolkning af sidestillingen af disse to typer værdipapirer (»tilsvarende betragtninger gælder ...«) må denne passage ses i konteksten af den generelle begrundelse, der er givet vedrørende værdipapirerne. I den forbindelse er de væsentlige karakteristika ved disse værdipapirer korrekt beskrevet i den anfægtede beslutning (EFT, s. 28 og 29), og sagsøgeren har i øvrigt aldrig bestridt denne beskrivelse som sådan. Der kan derfor ikke være tale om, at Kommissionen har sammenblandet, hvordan ORA på den ene side og TSIP-SA på den anden side fungerer.
- 131 Med hensyn til den økonomiske vurdering af værdipapirerne gælder betegnelsen »aktieinvestering« og »udskudt forhøjelse af kapitalen«, som ubestrideligt passer på ORA, idet disse obligatorisk konverteres til aktier, også for warrants, dog med det forbehold — som Kommissionen selv har fremhævet — at konverteringen af warrants til aktier kun er fakultativ.
- 132 TSIP yder kun renter og giver ikke ret til konvertering til aktier, og de kan i realiteten kun fyldestgøres i tilfælde af konkurs eller likvidation af Air France. På det relevante tidspunkt i begyndelsen af 1993 måtte det for en fornuftig privat investor på grund af tabene, og fordi der ikke var nogen holdbar omstruktureringsplan, forekomme umuligt, at Air France ville indfri dem før tiden. Kommissionen kunne derfor uden at anlægge et åbenbart urigtigt skøn lægge til grund, at TSIP havde en »ubestemt løbetid« (EFT, s. 28).
- 133 Endvidere er det i Air France's prospekt i forbindelse med de omtvistede emissioner (bilag 2 til stævningen) udtrykkeligt anført i kapitel II, afsnit B, punkt 2.1.7, at

emissionen af TSIP-BSA »har til formål på længere sigt at styrke selskabets egenkapital«. I øvrigt gentog sagsøgeren dette synspunkt under den skriftlige procedure [stævningen, punkt 24, litra a)], idet sagsøgeren påpegede, at »i modsætning til andre produkter såsom almindelige obligationslån [...] indebærer TSIP-BSA, at indehaverne heraf bliver aktionærer efter en observationsperiode, hvor de modtager et afkast«. Kommissionen har derfor ikke anlagt et åbenbart urigtigt skøn, da den i et vist omfang sidestillede TSIP-BSA og ORA.

- 134 Under alle omstændigheder kunne Kommissionen med føje gå ud fra, at en fornuftig privat investor under hensyn til Air France's økonomiske situation, der stadig forværredes, og til manglen på en holdbar omstruktureringsplan, ikke — som CDC-P og bag CDC-P la Caisse — ville have tegnet næsten samtlige ORA og TSIP-BSA, Air France udstedte, i begyndelsen af 1993. Der var næsten ingen udsigt til, at Air France ville indfri eller tilbagebetale den investerede kapital, det være sig i form af aktier eller ved tilbagebetaling af de indskudte midler. Det er således ikke godtgjort, at Kommissionen skulle have anlagt et åbenbart urigtigt skøn, da den konkluderede, at de fremtidige aktier hidrørende fra ORA og BSA var af ringe værdi, og lagde vægt på, at TSIP var forbundet med særlige ulemper, idet de først kunne indfries efter alle andre kreditorer, undtagen ORA, i tilfælde af konkurs eller likvidation af Air France, og idet renteudbetalingen blev suspenderet i de år, hvor Air France havde et konsolideret tab på over 30% af egenkapitalen. Det er i øvrigt betegnende, at ingen af de tre private banker, der deltog i den omtvistede investering, ville tegne TSIP.

- 135 Kommissionen kunne således under udøvelse af sin skønsmagt underkende den omtvistede investering i sin helhed og var ikke forpligtet til at isolere det element af støtte, der var indeholdt i hver ORA eller TSIP-BSA, efter en sammenligning med de eventuelle normale markedsvilkår, herunder med hensyn til deres rentesats og interne forrentning. Dette gør sig ligeledes gældende for så vidt angår sammenligningen af TSIP-BSA med andre angiveligt lignende værdipapirer. Disse momenter i sammenligningen er, selv om Kommissionen ikke i det væsentlige har bestridt dem, uden relevans, idet sagsøgeren ikke har gjort gældende eller godtgjort, hverken at de andre værdipapirer frembød tilsvarende risici som TSIP — særligt med

hensyn til de ugunstige vilkår for tilbagebetaling i tilfælde af opløsning eller likvidation af det udstedende selskab — eller, at de andre selskaber, der havde emitteret sådanne værdipapirer, på emissionstidspunktet havde været i en tilsvarende økonomisk og finansiell situation som Air France i begyndelsen af 1993.

- 136 Det er herefter ligeledes uforholdsmæssigt at undersøge, om Kommissionen har anlagt en urigtig vurdering af, at de pågældende warrants var uafhængige af TSIP, da den anførte, at »ejeren [også] kan [...] undlade at bruge sin tegningsret og kan vælge fortsat at modtage rente ...«. Både disse warrants og TSIP kunne således anses for ikke at have — hverken samlet eller hver for sig — en reel værdi, der fra en fornuftig privat investors synspunkt kunne begrunde, at man foretog en investering af det omfang, som CDC-P, dvs. la Caisse, gjorde.
- 137 Det samme gør sig gældende, for så vidt som Kommissionen i ovennævnte beslutning 94/653 af 27. juli 1994 (jf. ovenfor, præmis 26) anså ORA for kvasi-egenkapital i Air France og TSIP-BSA for gæld. Med hensyn til TSIP's karakteristika og reelle værdi, som er gennemgået ovenfor, kan spørgsmålet, om vurderingen af værdipapirerne i beslutning 94/653 med henblik på at fastslå forholdet mellem Air France's langfristede gæld og egenkapitalen er i overensstemmelse med reglerne om årsregnskab, utvivlsomt rejses under en eventuel tvist vedrørende beslutning 94/653, men det er ikke relevant i den foreliggende sag.
- 138 Med hensyn til det af sagsøgeren anførte om muligheden af en værditilvækst af aktierne i Air France som følge af den forventede privatisering efter det franske valg, skal det endelig blot bemærkes, at udsigterne hertil i den foreliggende sag er for usikre og derfor ikke kan anses for en gyldig grund til, at en fornuftig privat investor skulle anbringe så store beløb, som CDC-P's — dvs. la Caisse's — investering androg.

- 139 Af samtlige ovenstående omstændigheder følger, at argumentet om en åbenbar fejl ved anvendelsen af princippet om den fornuftige private investor i forbindelse med de særlige karakteristika ved de udstedte værdipapirer ligeledes må forkastes.

Anbringendet om en forkert faktisk vurdering af det omfang, hvori de øvrige private aktionærer i Air France havde tegnet værdipapirer, og omfanget af andre investeringer i Air France

— Parternes argumenter

- 140 Sagsøgeren har gjort gældende, at Kommissionen i beslutningen blot har konstateret, at den andel i Air France, som indehaves af private aktionærer, kun er på 0,132% af kapitalen, at de således kun har tegnet en ringe andel af værdipapirerne, og at en investeringsbank kan inkludere sig på enkelte risikable investeringer for at sprede sin portefølje. Ifølge sagsøgeren skal det imidlertid fremhæves, at der ikke var noget, der tvang de private investorer, der som aktionærer kendte til situationen i Air France, til at tegne de omtvistede emissioner.
- 141 Sagsøgeren har endvidere anført, at i overensstemmelse med ovennævnte dom af 21. marts 1991 (sag C-305/89, Italien mod Kommissionen, præmis 19 og 20) burde Kommissionen have undersøgt den risiko, de private investorer påtog sig, i forhold til deres finansielle stilling for at vurdere, om de ville have følt sig foranlediget til at investere 1,5 mia. FF, hvis de havde samme størrelse som CDC-P. Kommissionens undersøgelse var imidlertid ikke gået videre end til at konstatere den absolutte værdi af de private investeringer.
- 142 Kommissionen tog endvidere ikke hensyn til, at de private investorer ønskede at erhverve et antal værdipapirer, der var relativt højere end deres respektive andele i kapitalen i Air France, men at deres tegning var blevet begrænset for at undgå, at den i henhold til national lovgivning blev anset for en delvis privatisering.

- 143 Sagsøgeren har imidlertid bestridt Kommissionens argumentation, hvorefter lovgivningen om delvis privatisering var den eneste grund til den ringe deltagelse af andre private aktionærer i Air France i de omtvistede emissioner. I realiteten havde disse aktionærers ønsker ikke kunnet imødekommes fuldt ud, fordi den franske stat havde givet afkald på sin fortegningsret, og CDC-P havde fået tillagt den største andel af de til rådighed stående værdipapirer. CDC-P havde imidlertid ikke ønsket at give afkald på den tegningsret, som var tillagt den i henhold til bestemmelserne i emissionskontrakten.
- 144 I replikken har sagsøgeren i afsnittet vedrørende vurderingen af TSIP (jf. ovenfor, præmis 114) nævnt to obligationslån hver på 1,5 mia. FF, der blev emitteret af Air France i februar og juni 1993 og bestyret af Crédit lyonnais. Under retsmødet præciserede sagsøgeren denne oplysning nærmere, idet sagsøgeren oplyste, at andre private investorer på det pågældende tidspunkt således viste tillid til Air France's økonomiske og finansielle kapacitet. Air France var således i stand til i februar og juni 1993 hos en sammenslutning af fem banker at udstede obligationer til en værdi af 3 mia. FF, og i oktober 1993 et lån på 300 mio. FF, der samlet var tegnet af en privat amerikansk bank (jf. ovenfor, præmis 14). De fem banker — nationaliserede såvel som private — havde ladet disse obligationer gå videre til andre private investorer, såsom pensionskasser. Alle disse private investorer må nødvendigvis have anlagt den samme positive vurdering som CDC-P med hensyn til Air France's økonomiske og finansielle udsigter. Endvidere havde også de store flyfabrikker haft tillid til Air France, idet de havde solgt selskabet otte fly til en værdi af 3 mia. FF med finansieringsaftaler i 1993.
- 145 Kommissionen har henvist til de i den anfægtede beslutning (EFT, s. 31 og 32) anførte betragtninger og påpeget, at de private aktionærer i Air France kun havde tegnet værdipapirer i ringe omfang. Selv om der tages hensyn til, at disse aktionærer havde ønsket at tegne værdipapirer for et højere beløb, udgør dette samlede beløb (ca. 26 mio. FF) kun 3,3% af hele emissionen, dvs. en investering af ringe betydning og uden særlig risiko for de private aktionærer. Endvidere var det kun CDC-P, som i sin egenskab af offentligt organ var i stand til at tegne de ORA, som den franske stat havde givet afkald på. Når CDC-P kunne tegne 99,7% af ORA,



var det netop, fordi de private aktionærer havde en begrænset ret i medfør af den franske lovgivning om delvis privatisering, og den ret, som staten ikke udnyttede, kun kunne udnyttes af CDC-P.

146 Med hensyn til den af sagsøgeren under retsmødet fremførte argumentation (jf. ovenfor, præmis 144) har Kommissionen — også under retsmødet — gjort gældende, at disse er nye argumenter, hvori det hverken oplyses, hvilke banker det drejer sig om, eller de nærmere karakteristika ved de udstedte værdipapirer.

147 Kommissionen har endvidere anført, at Air France's finansielle situation svarede til situationen i virksomheden Boussac Saint Frères i ovennævnte dom i sagen Frankrig mod Kommissionen, hvori Domstolen (i præmis 40) udtalte, at selv om private investeringer omfatter meget mindre beløb end de offentlige indskud, kan de pågældende foranstaltninger alligevel anses for statsstøtte, når den pågældende virksomhed ikke ville have været i stand til at skaffe sig de nødvendige midler på kapitalmarkedet, og der på grund af virksomhedens økonomiske situation ikke kunne forventes en acceptabel forrentning af den investerede kapital i en overskuelig fremtid.

#### — Rettens bemærkninger

148 Med hensyn til tre private aktionærers investering bemærkes det, at der i den anfægtede beslutning detaljeret redegøres for, at visse private aktionærer, nemlig en række medlemmer af Air France's personale samt Bank of New York/London, Bankers Trust INT. PLC og Granite Capital LP, tegnede ORA og enkelte TSIP, idet det nærmere anføres, at ingen banker tegnede TSIP. Det fremhæves imidlertid i beslutningen, at de andele, som tilhører de private aktionærer i Air France, kun udgør 0,132% af kapitalen, og at de kun har tegnet en ringe andel af ORA og TSIP (4 516 ORA ud af 1 877 526 og 14 TSIP ud af 483 456). Det kan derfor ikke på baggrund af de private investorers andel af ORA og TSIP-BSA udelukkes, at kapitaltilførslen var statsstøtte. Endelig har det ingen afgørende betydning, at de tre

banker havde ønsket at tegne ORA for 25,9 mio. FF — nemlig 9,9 til Bank of New York/London, 7,9 til Bankers Trust INT. PLC og 7,9 til Granite Capital LP — idet de 65 025 ORA, som de tre banker ville tegne, kun udgjorde en ringe procentdel (3,3%) af det samlede antal ORA, som alle investorerne ønskede at tegne (1 942 760).

- 149 Det må i den forbindelse fastslås, at på baggrund af de oplysninger, Kommissionen havde til rådighed, kunne Kommissionen med rimelighed under udøvelsen af det skøn, der tilkommer den på området, lægge til grund, at både værdien af de værdipapirer, som de private investorer faktisk tegnede, og af dem, som de ønskede at tegne, var væsentlig lavere end den samlede værdi af de værdipapirer, som CDC-P under den offentlige sektor tegnede. Kommissionen kunne derfor med rette, uden derved at anlægge et åbenbart urigtigt skøn, konkludere, at hensigterne hos de private investorer, der havde vist interesse, i den foreliggende sag, ikke beviste, at en fornuftig privat investor af samme størrelse som CDC-P, dvs. som la Caisse, ville have løbet den risiko at investere 1,5 mia. FF i Air France.
- 150 For så vidt som sagsøgeren har henvist til tre obligationslån i februar, juni og oktober 1993, bemærkes det, at den anfægtede beslutning nævner de to første lån og anfører, at koncernbalancen for Air France ved udgangen af 1992 udviste en midlertidig uligevægt med for megen kortfristet gæld, og at »der blev rettet op på denne situation ved optagelse af to langfristede obligationslån i marts og juni 1993 på i alt 3 mia. FF« (EFT, s. 30). Endvidere har Kommissionen i sit svarskrift (punkt 100) henvist til prospektet fra februar 1993, der var påtegnet af COB den 25. januar 1993 (hvoraf tre sider er vedlagt som bilag 23 til svarskriftet), for at godtgøre, at udsigten til et tab på 3,2 mia. FF allerede var kendt på daværende tidspunkt.
- 151 Det bemærkes for det første, at sammenligningen af de omtvistede værdipapirer med andre former for værdipapirer, såsom de tre obligationslån, som sagsøgeren har påberåbt sig, er uden relevans, for så vidt som sagsøgeren hverken har gjort gældende eller godtgjort, at disse lån — der kunne indfries efter en fastsat periode

— havde karakteristika, der svarede til de særlige risici ved ORA og TSIP-BSA. Sagsøgeren er ikke fremkommet med nærmere oplysninger om disse lån (vedrørende samlet løbetid, rentesats, indfrielse, rækkefølgen, hvori fordringer skal fyldestgøres, mulighed for børsnotering osv.). Sagsøgeren er heller ikke fremkommet med oplysninger om bankerne, der tegnede disse lån, eller om de private investorer, som disse lån i sidste ende blev overdraget til (deres størrelse, eventuel spredning, størrelsen af risikoen i forbindelse med tegning af lånene). Argumentationen vedrørende disse lån viser derfor ikke, at Kommissionen skulle have anlagt et åbenbart urigtigt skøn, og må derfor forkastes.

- 152 Det samme gør sig gældende for anbringendet vedrørende Air France's køb af fly på grundlag af finansieringskontrakter, idet sagsøgeren ikke er fremkommet med detaljerede oplysninger om disse køb — særligt med hensyn til bestemmelserne om overgangen af ejendomsretten til flyene.
- 153 Det fremgår af samtlige ovenstående omstændigheder, at argumentet vedrørende en forkert faktisk vurdering af omfanget af de private investeringer ligeledes må forkastes.
- 154 Da ingen af argumenterne, der er fremført til støtte for første anbringendes andet led, kan tiltrædes, må denne del afvises. Det første anbringende må derfor forkastes i sin helhed.

## *2. Anbringendet vedrørende tilsidesættelse af traktatens artikel 190*

### *Parternes argumenter*

- 155 Sagsøgeren har gjort gældende, at den anfægtede beslutning skal annulleres på grund af manglende begrundelse. Kommissionens beføjelse til at pålægge medlemsstaterne at kræve ulovlig statsstøtte tilbagebetalt omfatter kun støtteelementet,

hvilket i den foreliggende sag vil sige differencen mellem den rentesats, der sædvanligvis tilbydes på finansmarkedet for tilsvarende produkter som de af Air France udstedte værdipapirer, og den rentesats, der tilbydes i forbindelse med de omtvistede emissioner. Det er således på ingen måde godtgjort i den anfægtede beslutning, at det beløb, der kræves tilbagebetalt efter fradrag af renter, svarer til støtteelementet. Kommissionen har således ikke opfyldt sin forpligtelse til at begrunde beslutningen om at kræve tilbagebetaling af tegningsbeløbet.

- 156 Sagsøgeren har gjort gældende, at Kommissionen med urette har behandlet de omtvistede emissioner, som om de blot var en investering i Air France, og har krævet inddrivelse af hele det beløb, CDC-P havde investeret, efter fradrag af renter. For at give en reel begrundelse for den anfægtede beslutning burde Kommissionen imidlertid — under hensyn til den særlige beskaffenhed af de udstedte værdipapirer og i særdeleshed til, at der skulle betales renter mindst til 2000 — redegjort for grunden til, at den tilbudte rentesats ikke svarede til risikoen ved investeringen. Selv hvis man lagde til grund, at værdien af aktierne i Air France ville være lig nul i 2000, ville en analyse af den reelle økonomiske fordel for Air France forudsætte, at der blev foretaget en sammenligning mellem rentesatsen i emissionskontrakten for ORA og de satser, der sædvanligvis blev anvendt på markedet for langfristede lån. Tilsvarende burde Kommissionen for så vidt angår TSIP-BSA have undersøgt vilkårene for forrentning af værdipapirerne.
- 157 Sagsøgeren har som eksempel henvist til Kommissionens beslutning 88/454/EØF af 29. marts 1988 om den franske regerings støtte til Renault-koncernen, der primært producerer biler (EFT L 220, s. 30), hvori elementerne af støtte indeholdt i samtlige de beløb, Renault-koncernen havde modtaget, blev opgjort. Kommissionen anførte, at der var ydet lån til en lavere rente end markedsreferencesatsen, og beregnede differencen mellem disse rentesatser for at isolere beløbet, der udgjorde rentelettelsen, og dermed den ydede støtte. I den foreliggende sag har Kommissionen imidlertid ikke foretaget nogen økonomisk analyse, hvorved den kunne bestemme den reelle økonomiske fordel, som Air France fik som følge af de omtvistede emissioner.

- 158 Sagsøgeren har endvidere anført, at Kommissionen ikke i den anfægtede beslutning nærmere har angivet andre retlige og økonomiske eller finansielle omstændigheder til støtte for sin argumentation for at anse investeringerne for statsstøtte. Sagsøgeren har henvist til, at der ikke er redegjort for, at CDC-P skulle være et statsligt organ, og at tidspunktet, hvor beslutningen om at investere blev truffet, var fastlagt unøjagtigt ved anvendelsen af princippet om den fornuftige private investor og til den generelle sammenhæng, hvori investeringsbeslutningen indgik. Sagsøgeren har endvidere påpeget, at den anfægtede beslutning ikke indeholder nogen oplysning, der kan være det første skridt til bevisførelse under en forundersøgelse hos en statslig myndighed, at der ikke er foretaget nogen analyse af situationen på finansmarkederne på det pågældende tidspunkt, og at der ikke er foretaget nogen sammenligning med finansielle produkter med tilsvarende karakteristika som Air France's ORA og TSIP-BSA.
- 159 Kommissionen har fremhævet, at den har beføjelse til at pålægge medlemsstaterne at kræve støtte, der er uforenelig med fællesmarkedet, tilbagebetalt, og har derved henvist til Domstolens praksis vedrørende formålet og omfanget af begrundelsespligten i traktatens artikel 190 både generelt og særligt inden for statsstøtteområdet. I den foreliggende sag meddelte Kommissionen, allerede inden den indledte proceduren i artikel 93, stk. 2, den franske regering, at enhver modtager af ulovligt ydet støtte kunne mødes med et krav om tilbagebetaling af støtten. Kommissionen mener, at begrundelsen for, at hele støtten skal tilbagebetales, ikke skal ses isoleret, men som led i beslutningen (jf. ovennævnte dom af 21.3.1991, sag C-303/88, Italien mod Kommissionen, præmis 54), og at beslutningen i den foreliggende sag derfor indeholder en tilstrækkelig begrundelse.
- 160 Endelig anfører Kommissionen, at den i beslutningen indgående redegjorde for, at Air France's økonomiske situation på tegningstidspunktet var så katastrofal, at ingen fornuftig privat investor ville have investeret i selskabet. Kommissionen er af den opfattelse, at den opfyldte de krav, der er opstillet i retspraksis vedrørende begrundelsespligten, da den beskrev den økonomiske situation og påviste, at værdipapirerne var usædvanlige. Begrundelsen i den anfægtede beslutning gav således mulighed for at forstå grundene til, at der blev krævet tilbagebetaling af hele det investerede beløb.

*Retten's bemærkninger*

- 161 Den forpligtelse, der i medfør af traktatens artikel 190 påhviler Fællesskabets institutioner til at begrunde deres beslutninger, skal gøre det muligt for Fællesskabets retsinstanser at udøve deres legalitetskontrol og for den berørte at gøre sig bekendt med begrundelsen for den trufne foranstaltning med henblik på at kunne varetage sine interesser og afgøre, om beslutningen er lovlig (jf. f.eks. Domstolens dom af 17.1.1984, forenede sager 43/82 og 63/82, VBVB og VBVB, Sml. s. 19, præmis 22).
- 162 Den anfægtede beslutning indeholder set under ét en fremstilling af begrundelsen, der er tilstrækkelig støtte for artikel 1, hvorefter den omtvistede investering er ulovlig statsstøtte og uforenelig med fællesmarkedet. Som det fremgår af behandlingen af sagsøgerens første anbringende, har sagsøgeren fuldt ud været i stand til at varetage sine interesser, ligesom også Retten har kunnet udøve sin legalitetskontrol.
- 163 Det samme gør sig gældende for så vidt angår begrundelsen for artikel 2, hvori det pålægges Den Franske Republik at kræve tilbagebetaling af statsstøtten efter fradrag af betalte renter. I afsnit X i beslutningen redegøres der for, at inddrivelsen af den ulovlige støtte er nødvendig for at »genetablere den tidligere eksisterende situation« ved at eliminere alle de finansielle fordele, som modtageren uretmæssigt har nydt godt af siden dato for ydelsen af støtten. Eftersom Kommissionen helt principielt har modsat sig investeringen, dvs. kapitaltilførslen som sådan og ikke de nærmere bestemmelser om forrentning af denne kapital, må denne begrundelse anses for tilstrækkelig.
- 164 Sagsøgeren har gjort gældende, at Kommissionen ikke har vedtaget den mindst indgribende foranstaltning, som ville være blot at pålægge en ændring af den omtvistede støtte i overensstemmelse med traktatens artikel 93, stk. 2, første afsnit. For så vidt som sagsøgeren herved har henvist til ovennævnte beslutning 88/454 af

29. marts 1988 (Renault), skal det blot konstateres, at Kommissionen i den pågældende beslutning ikke nøjedes med at pålægge en sådan ændring, idet det i beslutningens artikel 2 derimod pålægges den berørte medlemsstat at fjerne det element af statsstøtte, der er indeholdt i de kritiserede lån »ved at kræve dem tilbagebetalt eller tilpasse rentesatsen til markedsrenten«.

165 Det bemærkes endvidere, at Kommissionen i den foreliggende sag ikke var forpligtet til at beløbsansætte den reelle økonomiske fordel, som Air France havde opnået i forhold til markedsvilkårene. Eftersom en sådan beregning ville have krævet særdeles komplekse økonomiske vurderinger bl.a. af låne- og obligationsmarkedet i Frankrig, kunne Kommissionen nøjes med under ét at konstatere, at der bestod et misforhold mellem risikoen og de ydede fordele. Kommissionen var ikke forpligtet til at udtænke en anden emission af værdipapirer, som en fornuftig privat investor kunne have accepteret.

166 Da der var tale om en emission af særdeles komplicerede værdipapirer, som allerede var tegnet, og hvis karakteristika ikke længere kunne ændres, kunne Kommissionen således kræve tilbagebetaling af den tilførte kapital. Det påhvilede ikke Kommissionen at indlede drøftelser med Den Franske Republik om muligheden for at yde støtte til Air France under andre former og på andre vilkår.

167 Det følger heraf, at det andet anbringende ligeledes må forkastes.

168 Da ingen af de af sagsøgeren fremførte anbringender kan tiltrædes, må Kommissionen frifindes.

## Sagens omkostninger

- <sup>169</sup> I henhold til procesreglementets artikel 87, stk. 2, pålægges det den tabende part at betale sagens omkostninger, hvis der er nedlagt påstand herom. Sagsøgeren har tabt sagen og bør derfor tilpligtes at betale sagens omkostninger i overensstemmelse med Kommissionens påstand herom.

På grundlag af disse præmisser

udtaler og bestemmer

### RETTEN (Anden Udvidede Afdeling)

1) Kommissionen for De Europæiske Fællesskaber frifindes.

2) Sagsøgeren betaler sagens omkostninger.

Kirschner

Vesterdorf

Bellamy

Kalogeropoulos

Potocki

Afsagt i offentligt retsmøde i Luxembourg den 12. december 1996.

H. Jung

H. Kirschner

Justitssekretær

Afdelingsformand