

SENTENZA DEL TRIBUNALE (Seconda Sezione ampliata)
12 dicembre 1996 *

Nella causa T-358/94,

Compagnie nationale Air France, società di diritto francese, con sede in Parigi, con gli avv. ti Dominique Borde e André Moquet, dei fori di Parigi e Bruxelles, con domicilio eletto in Lussemburgo presso lo studio dell'avv. Guy Harles, 8-10, rue Mathias Hardt,

ricorrente,

contro

Commissione delle Comunità europee, rappresentata dal signor Ben Smulders, membro del servizio giuridico, in qualità di agente, assistito dall'avv. Ami Barav, del foro di Parigi, barrister, del foro d'Inghilterra e del Galles, con domicilio eletto in Lussemburgo presso il signor Carlos Gómez de la Cruz, membro del servizio giuridico, Centre Wagner, Kirchberg,

convenuta,

avente ad oggetto il ricorso diretto ad ottenere l'annullamento della decisione della Commissione 27 luglio 1994, 94/662/CE, relativa alla sottoscrizione, da parte della CDC-Participations, delle emissioni obbligazionarie di Air France (GU L 258, pag. 26),

* Lingua processuale: il francese.

IL TRIBUNALE DI PRIMO GRADO
DELLE COMUNITÀ EUROPEE (Seconda Sezione ampliata),

composto dai signori H. Kirschner, presidente, B. Vesterdorf, C. W. Bellamy, A. Kalogeropoulos e A. Potocki, giudici,

cancelliere: J. Palacio González, amministratore

vista la fase scritta del procedimento e in seguito alla trattazione orale del 26 giugno 1996,

ha pronunciato la seguente

Sentenza

I fatti all'origine della controversia

- 1 Dal 1990 una crisi economica ha colpito il settore del trasporto aereo comunitario. Per questo motivo, la Compagnie nationale Air France (in prosieguo: «Air France» o la «ricorrente»), società per azioni il cui capitale è detenuto per il 99,329% dallo Stato francese, si è trovata anch'essa in gravi difficoltà economiche e finanziarie.
- 2 Nel corso del 1991 e del 1992 la Commissione esaminava per la prima volta la situazione economica e finanziaria di Air France. In questo contesto, in seguito a notifiche compiute dalle autorità francesi, con decisioni 20 novembre 1991 e 15

luglio 1992 la Commissione autorizzava conferimenti di capitale pari a complessivi 5,84 miliardi di FF. Essa riteneva che le prospettive di rendimento a lungo termine dell'investimento prevalessero sulle difficoltà a breve termine derivanti dalla struttura finanziaria del gruppo Air France. In questo modo, essa teneva conto anche del fatto che il gruppo Air France era oggetto di una ristrutturazione nell'ambito di un «contrat de plan» (CAP'93), approvato dalle autorità francesi il 1° agosto 1991, il quale stabiliva vari obiettivi economici da perseguire nel periodo 1991-1993. Tenuto conto di questi elementi, essa riteneva che le operazioni finanziarie di cui trattasi non fossero aiuti di Stato ai sensi dell'art. 92 del Trattato CEE.

3 Per ovviare alle proprie difficoltà finanziarie, nell'ottobre 1992 Air France predisponne un altro piano di ristrutturazione denominato «programme de retour à l'équilibre» (PRE 1), che mirava principalmente alla riduzione dei costi operativi e doveva portare ad un miglioramento strutturale della sua capacità di autofinanziamento già nel 1994.

4 Nel novembre 1992 essa si rivolgeva alla Caisse des dépôts et consignations-participations (in prosieguo: la «CDC-P») per ottenerne l'assistenza nell'ambito di talune operazioni di finanziamento. La CDC-P, società per azioni di diritto francese, che detiene lo 0,538% del capitale di Air France, è una società controllata interamente dalla Caisse des dépôts et consignations (in prosieguo: la «Caisse»), ente pubblico speciale istituito per legge.

5 A metà dicembre 1992 la CDC-P comunicava di essere pronta a garantire il buon esito delle operazioni progettate. Poiché i dettagli di queste operazioni venivano stabiliti all'inizio del 1993 dalla CDC-P e da Air France, il consiglio di amministrazione di quest'ultima, nella riunione tenutasi il 17 febbraio 1993, ne adottava le modalità.

6 Di conseguenza, l'assemblea generale straordinaria degli azionisti di Air France decideva, nella riunione svoltasi il 24 marzo 1993, di procedere all'emissione, fino a complessivi 1,5 miliardi di FF, di:

— obbligazioni rimborsabili in azioni (ORA) per circa 750 milioni di FF;

— titoli subordinati a interesse progressivo abbinati a buoni per la sottoscrizione di azioni (TSIP-BSA), anch'essi per circa 750 milioni di FF.

7 Quasi tutti questi titoli, emessi da Air France nell'aprile 1993, venivano sottoscritti dalla CDC-P (il 99,7% delle ORA e il 99,9% dei TSIP-BSA), poiché lo Stato francese, principale azionista di Air France, aveva deciso di rinunciarvi. Alcuni investitori privati stranieri erano ammessi alla sottoscrizione in proporzione alla loro quota di capitale di Air France, vale a dire all'epoca lo 0,132%, pari ad un valore in titoli di circa 2 milioni di FF.

8 I titoli emessi sono nominativi e non sono quotati in borsa.

9 Essi hanno le seguenti caratteristiche.

10 Fino al 1° gennaio 2000 le ORA sono remunerate in base ad un interesse fisso (4%) e ad un interesse variabile indicizzato sull'andamento di Air France, essendo l'interesse attuariale complessivo medio previsto del 6,5% annuo. Ciascuna ORA sarà obbligatoriamente convertita in un'azione entro il 1° gennaio 2000 e il titolare ha il diritto di chiedere tale conversione in qualsiasi momento prima di questa data.

Il tasso di rendimento interno dell'investimento, calcolato dalla CDC-P prendendo in considerazione gli interessi e il previsto aumento di valore delle azioni, è pari al 14%.

- 11 I TSIP sono a durata indeterminata. Il loro rimborso è previsto in caso di liquidazione o di scioglimento di Air France e avverrà solo dopo tutti i crediti privilegiati e i crediti ordinari, ma prima delle ORA. Tuttavia, Air France ha il diritto di rimborsare i TSIP anticipatamente a decorrere dal 1° gennaio 2000. Fino al 1° gennaio 2000 i TSIP producono interessi a tassi fissi e progressivi (dal 5,5% all'8,5%), essendo l'interesse attuale medio pari al 7%. A decorrere da tale data, l'interesse diventa variabile e verrà aumentato di un tasso progressivo. Air France può sospendere il pagamento degli interessi, qualora il gruppo registri perdite consolidate superiori al 30% del proprio patrimonio. A ciascun TSIP emesso è annesso un BSA, indipendente da quest'ultimo e — come le ORA e i TSIP — cedibile o trasferibile. Il titolare può convertire il BSA in azioni in qualsiasi momento fino al 1° gennaio 2000. I BSA non convertiti in questa data saranno nulli. Il tasso di rendimento interno dell'investimento nel periodo 1993-1999, calcolato dalla CDC-P, è pari all'11,5%.

- 12 La Commissione, venuta a conoscenza, in particolare a mezzo stampa, che il governo francese aveva intenzione di conferire capitali in Air France, il 1° marzo 1993 inviava una lettera alle autorità francesi invitandole a fornirle informazioni in ordine alle misure previste per ripianare il disavanzo del gruppo Air France. Con nota del 22 aprile 1993 il governo francese rispondeva precisando che le due emissioni di titoli sopramenzionate erano state garantite dalla CDC-P. In seguito ad una riunione di informazione, alla quale nel maggio 1993 prendevano parte funzionari della Commissione, rappresentanti del governo francese e rappresentanti di Air France, la sottoscrizione dei titoli da parte della CDC-P veniva iscritta il 19 luglio 1993 nel registro degli aiuti non notificati alla Commissione. Con lettera 7 dicembre 1993 la Commissione comunicava al governo francese che aveva deciso, il 10 novembre 1993, di avviare il procedimento ex art. 93, n. 2, del Trattato.

- 13 Con lettera 7 gennaio 1994 le autorità francesi prendevano posizione nel modo seguente:
- l'intervento finanziario di cui trattasi non è stato notificato alla Commissione in quanto non era ritenuto un aiuto di Stato;
 - la Caisse e la CDC-P sono enti indipendenti dal governo francese;
 - la CDC-P ha deciso di investire in Air France in un periodo in cui la situazione di Air France non differiva da quella delle compagnie concorrenti e in cui le prospettive erano generalmente ottimistiche; la CDC-P ha agito dunque come un investitore razionale;
 - il fatto che le condizioni dei titoli fossero interessanti è confermato dalla partecipazione all'operazione di investitori privati stranieri, le cui richieste di sottoscrizione non avrebbero potuto neanche essere soddisfatte interamente, altrimenti vi sarebbe stata una parziale privatizzazione di Air France;
 - l'unico obiettivo degli investimenti è stato quello di contribuire alla ristrutturazione di Air France ed è stato connesso al piano di ristrutturazione predisposto nell'ottobre 1992 (PRE 1).
- 14 Nel 1993 Air France emetteva altri tre tipi di titoli, vale a dire un prestito obbligazionario di 1,5 miliardi di FF ad un tasso di interesse dell'8,25% in febbraio, un prestito obbligazionario di 1,5 miliardi di FF in giugno ed un prestito di 300 milioni di FF in ottobre, che apparentemente venivano tutti collocati nel settore privato.
- 15 Per quel che riguarda le ORA e i TSIP-BSA, il 27 luglio 1994 la Commissione emanava la decisione 94/662/CE, relativa alla sottoscrizione, da parte della CDC-Participations, delle emissioni obbligazionarie di Air France (GU L 258, pag. 26; in prosieguo: la «decisione impugnata» o la «decisione»).

- 16 In questa decisione essa rilevava anzitutto che, nonostante il piano di ristrutturazione CAP'93 e gli apporti finanziari di circa 6 miliardi di FF nel 1991 e nel 1992, la situazione di Air France aveva continuato a peggiorare, avendo la stessa registrato nel 1992, per la terza volta consecutiva, un risultato netto negativo, di gran lunga il più grave (meno 3,2 miliardi di FF), ed essendo in una posizione più critica di quella di altre grandi compagnie europee.
- 17 Essa rilevava poi che la Caisse è un ente pubblico francese il cui personale dirigente è nominato dal governo francese. La CDC-P, una delle società interamente controllate dalla Caisse, non sarebbe indipendente dalla Caisse, a sua volta controllata dall'autorità pubblica francese. Il conferimento di capitale sarebbe dunque un atto imputabile al governo francese. L'attività di investimento controversa della Caisse e della CDC-P si sarebbe svolta, pertanto, sotto il controllo dello Stato.
- 18 In particolare, la Commissione esaminava se l'operazione finanziaria di cui trattasi fosse avvenuta in circostanze accettabili per un investitore privato che opera in condizioni normali di economia di mercato. Essa riteneva che ciò si verificasse allorché un numero rilevante di azionisti privati di minoranza partecipano alla transazione in proporzione al numero delle loro azioni. La quota degli investitori privati dovrebbe avere però, a suo giudizio, un reale significato economico. Orbene, nella fattispecie le quote degli azionisti privati di Air France rappresenterebbero soltanto lo 0,132% del suo capitale e la quota dei titoli da essi sottoscritti sarebbe quasi irrilevante. Inoltre, la Commissione non attribuiva alcun significato determinante al fatto che le richieste di investitori privati stranieri non avessero potuto essere soddisfatte interamente. Infatti, i titoli che questi investitori privati avrebbero voluto sottoscrivere rappresenterebbero solo una piccola percentuale (3,3%) del numero complessivo.
- 19 Quanto alla data nella quale è stato concesso l'aiuto, la Commissione la fissava nel momento in cui le obbligazioni erano sottoscritte, ossia nell'aprile 1993, in quanto la CDC-P non era giuridicamente obbligata a sottoscrivere l'emissione in precedenza. In ogni caso, la data non avrebbe potuto essere anteriore al 17 febbraio 1993, data nella quale il consiglio di amministrazione di Air France ha stabilito le modalità dell'investimento e ha proposto di emettere i titoli. Nel momento in cui è

stata adottata la decisione di investire (vale a dire non prima del 17 febbraio 1993) la CDC-P avrebbe dovuto essere consapevole del netto degrado della struttura finanziaria di Air France. Sicuramente essa sarebbe stata al corrente dell'aumento delle perdite della compagnia nel 1992 (3,2 miliardi di FF nel 1992 dopo i 685 milioni di FF del 1991 e i 717 milioni di FF del 1990) e avrebbe dovuto essere molto seriamente preoccupata della critica posizione di indebitamento della compagnia.

20 In questo contesto la Commissione esaminava le caratteristiche dei titoli emessi per verificarne la compatibilità con le condizioni di mercato. Essa definiva le ORA «aumento di capitale posticipato», aggiungendo che considerazioni analoghe valevano anche per i TSIP-BSA. Dopo aver rilevato che l'inconveniente dei TSIP-BSA risiedeva nelle sfavorevoli condizioni per il rimborso in caso di scioglimento dell'impresa, motivo per cui «tali titoli non sono molto comuni sui mercati finanziari», la Commissione rilevava che il rendimento sia delle ORA sia dei TSIP-BSA dipendeva in larga misura dall'andamento di Air France. Inoltre, essa sottolineava che il calcolo, da parte della CDC-P, dei tassi di rendimento interni dei titoli era stato troppo ottimistico. Se la CDC-P avesse considerato le deboli prospettive finanziarie a medio e a lungo termine, sarebbe dovuta giungere alla conclusione che il valore delle azioni future ottenute a titolo di rimborso sarebbe stato pari a zero. La Commissione ne desumeva che un investitore privato avveduto non sarebbe stato pronto a stipulare un importante accordo finanziario con Air France, come quello stipulato dalla CDC-P.

21 Essa riteneva che, in caso di società in perdita come Air France, un investitore a lungo termine baserebbe la propria decisione su un coerente piano di ristrutturazione. Orbene, nella fattispecie l'aiuto non sarebbe stato collegato direttamente al PRE 1. In ogni caso, il PRE 1 non sarebbe stato sufficiente, neanche a lungo termine, a risanare la situazione economica e finanziaria di Air France, in quanto era inteso principalmente a ridurre i costi operativi e gli oneri finanziari, ma non affrontava in modo adeguato gli altri parametri finanziari che avrebbero dovuto rimanere costanti e non prevedeva altre misure di ristrutturazione in caso di ulteriore peggioramento della situazione economica di Air France. A giudizio della Commissione, al momento dell'investimento la CDC-P avrebbe dovuto essere consapevole delle lacune strutturali del PRE 1.

22 Nel loro complesso gli elementi summenzionati inducevano la Commissione a considerare che un investitore privato razionale non avrebbe investito 1,5 miliardi di FF in Air France, tenendo conto dei suoi recenti scarsi risultati finanziari e di esercizio, del fatto che fino a quel momento la compagnia non era stata in grado di portare avanti il programma di ristrutturazione CAP'93 e del fatto che il PRE 1 non era sufficiente a risanare la situazione. In ultima analisi, essa considerava dunque il conferimento di capitali controverso un aiuto operativo per l'esercizio dell'impresa volto a sostenere Air France nel temporaneo superamento della crisi finanziaria.

23 Essa rilevava poi quanto segue:

- l'aiuto di cui trattasi falsa la concorrenza e, per sua stessa natura, incide sugli scambi tra Stati membri e nell'intero Spazio economico europeo (SEE);
- esso non corrisponde a nessuna delle ipotesi previste dagli artt. 92, n. 2, del Trattato o 61, n. 2, dell'accordo SEE;
- esso non può neppure essere considerato, ai sensi degli artt. 92, n. 3, del Trattato e 61, n. 3, dell'accordo SEE, compatibile con il mercato comune.

24 Essa pertanto:

- decideva che la sottoscrizione, da parte della CDC-P, delle ORA e dei TSIP-BSA, emessi da Air France nell'aprile 1993, del valore di 1 497 415 290 FF costituisce un aiuto di Stato illegittimo e incompatibile con il mercato comune (art. 1 della decisione);
- ingiungeva alla Repubblica francese di ordinare la restituzione di questo aiuto di 1 497 415 290 FF, previa detrazione degli interessi che Air France avesse già pagato alla CDC-P (art. 2).

- 25 Ai sensi dell'art. 4, la decisione veniva notificata al governo francese il 9 agosto 1994.
- 26 Il 27 luglio 1994 la Commissione emanava inoltre la decisione 94/653/CEE, relativa all'aumento di capitale di Air France notificato dal governo francese (GU L 254, pag. 73), nella quale essa considerava compatibile con il mercato comune e con l'accordo SEE un aiuto di Stato da concedersi a favore di Air France sotto forma di un aumento di capitale di 20 miliardi di FF. In tale decisione si faceva menzione della sottoscrizione, da parte della CDC-P, delle ORA e dei TSIP-BSA emessi da Air France nell'aprile 1993. Essa considerava le ORA capitale proprio assimilato. Quanto ai TSIP-BSA, essa sottolineava che il sottoscrittore non ha l'obbligo di convertirli e sembrerebbe preferibile, qualora fosse necessario classificare questo tipo di strumento finanziario, considerarli debiti.
- 27 Quest'altra decisione 27 luglio 1994 veniva impugnata da varie compagnie aeree (cause T-371/94, British Airways e a./Commissione, e T-394/94, British Midland/Commissione).

Procedimento

- 28 Con atto depositato nella cancelleria del Tribunale il 26 ottobre 1994 Air France ha proposto il presente ricorso. Su relazione del giudice relatore, il Tribunale (Seconda Sezione ampliata) ha deciso di passare alla fase orale senza procedere ad istruttoria. Tuttavia, esso ha adottato misure di organizzazione del procedimento, invitando le parti a presentare taluni documenti e a rispondere ad una serie di quesiti. All'udienza 26 giugno 1996 sono state sentite le difese orali svolte dalle parti e le loro risposte ai quesiti posti dal Tribunale.

29 La Repubblica francese ha proposto dinanzi alla Corte un ricorso analogo diretto contro la stessa decisione (causa C-282/94). La Corte ha sospeso il procedimento con ordinanza 4 aprile 1995.

30 La ricorrente chiede che il Tribunale voglia:

— dichiarare che nella decisione impugnata la Commissione ha violato gli artt. 92 e 190 del Trattato ed annullare, pertanto, questa decisione;

— condannare la Commissione alle spese.

La Commissione chiede che il Tribunale voglia:

— respingere il ricorso;

— condannare la ricorrente alle spese.

Sulla ricevibilità

31 La ricevibilità del ricorso non è contestata dalla Commissione. Infatti, benché sia diretta esclusivamente alla Repubblica francese, la decisione impugnata riguarda direttamente e individualmente, ai sensi dell'art. 173, quarto comma, del Trattato CE, la ricorrente Air France nella sua qualità di beneficiaria dell'aiuto di cui trattasi (sentenza della Corte 13 marzo 1985, cause riunite 296/82 e 318/82, Paesi Bassi e Leeuwarder Papierwarenfabriek/Commissione, Racc. pag. 809, punto 13).

32 Secondo la costante giurisprudenza della Corte (v., ad esempio, sentenza 13 luglio 1989, causa 108/88, Jaenicke Cendoya/Commissione, Racc. pag. 2711, punti 8 e 9), conclusioni miranti a far sì che il giudice comunitario dichiari fondati motivi addotti a sostegno di un ricorso d'annullamento sono irricevibili. Di conseguenza, le conclusioni con le quali la ricorrente chiede al Tribunale di dichiarare che nella decisione impugnata la Commissione ha violato gli artt. 92 e 190 del Trattato devono, in quanto tali, essere dichiarate irricevibili.

Nel merito

33 A sostegno del ricorso la ricorrente deduce due motivi. Il primo attiene ad una violazione dell'art. 92 del Trattato, in quanto la Commissione, considerando aiuto di Stato l'investimento della CDC-P in Air France, avrebbe commesso errori manifesti nell'applicazione di questa norma. Il secondo è relativo ad una violazione, da parte della Commissione, del proprio dovere di motivazione previsto dall'art. 190 del Trattato.

1. *Sul motivo relativo ad una violazione dell'art. 92 del Trattato*

34 Nell'ambito del primo motivo la ricorrente formula varie censure. Infatti, essa rimprovera alla Commissione di aver commesso errori manifesti nell'applicazione dell'art. 92 del Trattato.

35 La definizione di aiuto di Stato considerata nella decisione impugnata sarebbe basata su errori di analisi in ordine:

— agli statuti della Caisse e della CDC-P;

— alla data di adozione della decisione di investire da parte della CDC-P;

- al contesto della decisione di investimento della CDC-P;
- alla portata delle sottoscrizioni di vari azionisti privati di Air France e alla portata di altri investimenti privati in Air France;
- all'applicazione del principio dell'investitore privato razionale con riguardo alle caratteristiche dei titoli emessi.

36 Nel caso di specie il Tribunale ritiene che questo motivo vada suddiviso in due parti: la prima attiene alla mancanza di natura statale dell'investimento controverso e la seconda alla violazione, da parte della Commissione, del criterio relativo al comportamento normale di un investitore privato razionale con riguardo allo stesso investimento; in questo contesto la ricorrente adduce tutta una serie di argomenti diversi.

Quanto al primo motivo, prima parte

Argomenti delle parti

37 La ricorrente assume che nella decisione impugnata la Commissione ha asserito erroneamente che la CDC-P non è indipendente dalla Caisse, che sarebbe a sua volta controllata dall'autorità pubblica francese, e che l'investimento di cui trattasi è stato fatto sotto il controllo dello Stato. Essa sottolinea che in verità tanto la Caisse quanto la CDC-P sono indipendenti dal governo francese.

38 Al riguardo essa invoca anzitutto lo status particolare della Caisse, la quale, istituita dagli artt. 110 e 115 della legge sulle finanze 28 aprile 1816, è definita «ente speciale» e posta «sotto la vigilanza e la garanzia dell'autorità legislativa». Orbene,

essendo quest'ultima indipendente dal potere esecutivo, la Caisse non potrebbe essere considerata un ente controllato dall'autorità pubblica francese. L'argomento addotto dalla Commissione — per sottolineare la dipendenza della Caisse dallo Stato francese — in ordine alle modalità di nomina, da parte del governo francese, dei dirigenti della Caisse non sarebbe pertinente. Infatti, l'irrevocabilità del direttore generale della Caisse — posto, ai sensi della citata legge del 1816, sotto il controllo soltanto di una commissione di vigilanza indipendente che rappresenta «l'autorità legislativa» — mirerebbe a garantire l'autonomia del direttore generale contro qualsiasi ingerenza del potere esecutivo.

39 La ricorrente sottolinea poi che la «sezione generale» della Caisse, che ricomprende le sue attività concorrenziali di banca e di investitore, esula dal controllo di diritto comune svolto dalla Cour des comptes francese, istituzione incaricata del controllo finanziario dell'amministrazione e delle sue ripartizioni. Il suo bilancio sarebbe invece sottoposto alla verifica di revisori dei conti indipendenti, svolgenti il loro compito nelle condizioni di diritto comune vigenti per le società commerciali. La Commissione non terrebbe in considerazione il dualismo dei compiti assegnati alla Caisse, che porta alla separazione totale delle sue attività fra la «sezione generale» e la gestione dei fondi di risparmio, essendo quest'ultima, dal canto suo, rigorosamente disciplinata, in quanto è svolta per conto dello Stato. Orbene, i fondi usati dalla CDC-P per la sottoscrizione controversa sarebbero stati fondi propri della Caisse, iscritti nel bilancio della sezione generale, che non sono soggetti ad alcun obbligo normativo di consultazione o previa autorizzazione, o approvazione a posteriori, delle autorità statali.

40 La ricorrente rileva ancora che le modalità dei controlli amministrativi e giurisdizionali svolti sulla Caisse ed il suo regime contabile e fiscale dimostrano la mancanza di influenza decisiva delle autorità politiche statali sul suo funzionamento.

41 Quanto alla CDC-P, società interamente controllata dalla Caisse, la ricorrente sostiene che agisce anch'essa autonomamente dal governo francese. La sottoscri-

zione controversa dei titoli emessi da Air France sarebbe stata ricompresa nel suo oggetto statutario. Essa condurrebbe un'attività di «venture-capital» speculativa che è diretta, anzitutto, alla produttività e non può essere paragonata al comportamento di un ente che svolge un compito di interesse generale. Essa aggiunge che, in forza dello statuto della CDC-P, gli amministratori di quest'ultima sono nominati dall'assemblea generale degli azionisti e sono da essa destituibili nelle condizioni di diritto comune vigenti per le società commerciali. Fra i membri del consiglio di amministrazione della CDC-P vi sarebbero personalità del mondo economico esterne sia al gruppo della Caisse sia all'amministrazione statale.

42 Tuttavia, la ricorrente non contesta il fatto che, anche se la decisione formale di investire in Air France è stata alla fine adottata dalla CDC-P, l'investimento è stato realizzato sotto l'impulso determinante del suo azionista di maggioranza, la Caisse, e con i fondi messi a disposizione da quest'ultima.

43 In diritto, essa rimprovera alla Commissione di dare un'interpretazione estensiva ai termini «concesso dagli Stati ovvero mediante risorse statali» citati nell'art. 92 del Trattato, considerando che solo l'influenza esercitata dallo Stato su un agente economico può portare alla definizione di aiuto di Stato, anche se le somme interessate dall'investimento di cui trattasi non provengono da risorse statali. Questa interpretazione sarebbe in contrasto con il disposto del detto articolo, che andrebbe applicato rigorosamente. Le condizioni di cui all'art. 92 del Trattato non sarebbero soddisfatte qualora, come nel caso di specie, l'aiuto non sia stato concesso né dallo Stato né mediante risorse statali. La CDC-P avrebbe sottoscritto le emissioni controverse utilizzando fondi di origine privata messi a sua disposizione dalla Caisse.

44 La ricorrente sottolinea l'origine privata dei fondi gestiti dalla Caisse. Infatti, in forza delle normative nazionali vigenti, i fondi amministrati dalla Caisse deriverebbero da depositi volontari dei singoli o da depositi delle casse di risparmio. Amministrando fondi privati, la Caisse adotterebbe dunque per i fondi della «sezione generale», la cui gestione è libera a differenza dei fondi di risparmio, un comportamento di investitore in base all'andamento dei mercati. La ricorrente asserisce

ancora che i risparmiatori privati hanno la possibilità di ritirare in qualsiasi momento i depositi gestiti dalla Caisse, il che costituirebbe una differenza rilevante rispetto alle risorse pubbliche che, derivando dall'imposta, sono interamente a disposizione della pubblica autorità.

45 Essa conclude che, essendo le risorse gestite dalla Caisse fondi privati, le somme da essa messe a disposizione della CDC-P non possono essere definite risorse statali. Infatti, l'operazione di cui trattasi nel caso di specie non avrebbe comportato un trasferimento diretto o indiretto di risorse statali né un onere pecuniario per lo Stato. Su questo punto la ricorrente rinvia alle sentenze della Corte 24 gennaio 1978, causa 82/77, Van Tiggele (Racc. pag. 25, punto 25), 17 marzo 1993, cause riunite C-72/91 e C-73/91, Sloman Neptun (Racc. pag. I-887, punto 21), e 30 novembre 1993, causa C-189/91, Kirsammer-Hack (Racc. pag. I-6185, punti 17 e 18).

46 Facendo riferimento alle sentenze 21 marzo 1991, causa C-303/88, Italia/Commissione (Racc. pag. I-1433), e 2 febbraio 1988, cause riunite 67/85, 68/85 e 70/85, Van der Kooy e a./Commissione (Racc. pag. 240), nonché alle conclusioni dell'avvocato generale relative a quest'ultima sentenza, essa sottolinea che nel caso di specie né la Caisse né la CDC-P hanno agito per ordine o sotto l'influenza prevalente o effettiva dello Stato. Poiché la Caisse e la CDC-P non sono organi statali né organismi privati controllati dallo Stato e le loro decisioni vengono adottate a prescindere da qualsiasi istruzione preliminare o approvazione a posteriori dello Stato, la Commissione non avrebbe potuto definire aiuto di Stato la sottoscrizione, da parte della CDC-P, delle emissioni di Air France nell'aprile 1993.

47 La Commissione ricorda anzitutto la giurisprudenza della Corte, secondo la quale il divieto di cui all'art. 92, n. 1, del Trattato ricomprende tutti gli aiuti concessi dagli Stati membri, senza che occorra distinguere tra l'ipotesi in cui l'aiuto venga concesso direttamente dallo Stato e quella in cui l'aiuto sia concesso da enti pubblici o privati da esso designati per la gestione dell'aiuto (citata sentenza Van der Kooy/Commissione, punto 35). Nella fattispecie la Caisse avrebbe il compito, in conformità delle norme nazionali vigenti, di amministrare fondi pubblici e privati,

depositati spesso in virtù di un obbligo normativo. Inoltre, la destinazione dei fondi gestiti dalla Caisse e il ritiro dei depositi sarebbero disciplinati da testi normativi.

48 Al riguardo la Commissione ricorda la sentenza della Corte 2 luglio 1974, causa 173/73, Italia/Commissione (Racc. pag. 709, punto 35), secondo la quale si tratta di una risorsa statale quando i fondi in questione sono, da un lato, alimentati mediante contributi obbligatori imposti dalla normativa nazionale e, dall'altro, gestiti e ripartiti in conformità di questa normativa, anche qualora siano amministrati da enti distinti dall'autorità pubblica. Essa ritiene che i depositi effettuati presso la Caisse in forza di obblighi normativi vadano considerati contributi obbligatori ai sensi di tale sentenza. In ogni caso, non sarebbe necessario dimostrare che i fondi, il cui impiego è previsto dai testi normativi, costituiscono specificamente ed esplicitamente le misure di aiuto (citata sentenza 21 marzo 1991, Italia/Commissione, punto 14). Pertanto, le somme depositate presso la Caisse non potrebbero essere considerate fondi privati.

49 La Commissione sottolinea l'intervento dello Stato nella nomina del personale dirigente della Caisse. Così, ai sensi delle disposizioni nazionali vigenti, il direttore generale della Caisse sarebbe nominato dal presidente della Repubblica su relazione del ministro dell'Economia e delle Finanze. La circostanza che all'epoca dei fatti il direttore generale potesse essere destituito dal presidente della Repubblica solo su richiesta della commissione di vigilanza non sarebbe tale da sminuire il ruolo dello Stato, in quanto quasi tutti i membri di questa commissione appartengono all'apparato statale. La nomina degli altri dirigenti della Caisse e degli amministratori civili avverrebbe nell'ambito del governo e il personale titolare rientrerebbe nello statuto generale del pubblico impiego. Il ruolo centrale dell'autorità pubblica nel funzionamento della Caisse non potrebbe dunque essere messo in dubbio.

50 Quanto alla commissione di vigilanza, la Commissione precisa che, anche se questa rappresenta l'autorità legislativa, questa circostanza non contraddice la tesi della subordinazione della Caisse allo Stato. Infatti, lo Stato sarebbe responsabile con

riguardo al diritto comunitario, indipendentemente dall'organo responsabile dell'inadempimento. Secondo la giurisprudenza della Corte in altri settori, quando interviene lo Stato, non rileva la qualità nella quale esso agisce (sentenze 26 febbraio 1986, causa 152/84, Marshall, Racc. pag. 723, punto 49, e 15 maggio 1986, causa 222/84, Johnston, Racc. pag. 1651, punto 56). Non si potrebbe negare pertanto che gli interventi della Caisse devono essere considerati interventi statali, indipendentemente dalla sezione dalla quale provengono i fondi usati per una determinata operazione.

51 La Commissione conclude che, a prescindere dalle sue peculiarità, la Caisse, ente pubblico, è interessata dalle disposizioni del Trattato relative agli aiuti di Stato. Anche se, teoricamente, la Caisse è posta sotto il controllo del potere legislativo, le sue attività non potrebbero essere sottratte al controllo comunitario degli aiuti di Stato. Dal momento che essa è un ente pubblico, l'imputabilità delle sue attività allo Stato non potrebbe essere messa in discussione.

52 Nella replica la ricorrente contesta la pertinenza delle citate sentenze 2 luglio 1974 e 21 marzo 1991, Italia/Commissione, invocate dalla Commissione per cercare di dimostrare che i fondi usati dalla CDC-P sarebbero risorse statali. Infatti, da un lato, essendo i fondi messi a disposizione della Caisse fondi privati, non sarebbe affatto possibile considerarli «fondi di dotazione» erogati dallo Stato; dall'altro, questi fondi privati, che costituiscono crediti liquidi ed esigibili dei depositanti nella Caisse, non sarebbero affatto «contributi obbligatori» imposti dalla normativa dello Stato e, pertanto, non possono essere considerati risorse statali.

53 La ricorrente aggiunge che la commissione di vigilanza è un vero e proprio organo di controllo che influisce realmente sulle decisioni del direttore generale della Caisse. In ogni caso, la Commissione non fornirebbe affatto la prova che la decisione della Caisse di mettere una parte delle proprie risorse a disposizione della CDC-P per l'investimento controverso non sarebbe stata controllata dalla commissione di vigilanza.

54 Peraltro, la nozione «di apparato statale» usata dalla Commissione deriverebbe da un'abusiva generalizzazione del concetto di autorità statale ai sensi dell'art. 92 del Trattato. Infatti, le sole autorità statali che possono decidere di concedere un vantaggio economico tale da costituire un aiuto di Stato sarebbero quelle munite dei poteri politici che consentono loro di adottare provvedimenti di interesse generale, vale a dire il governo e l'amministrazione centrale dello Stato incaricata di applicare gli orientamenti di politica economica da quest'ultimo fissati.

Giudizio del Tribunale

55 Si deve esaminare se l'investimento controverso compiuto dalla CDC-P potesse essere considerato a buon diritto dalla Commissione il risultato di un comportamento imputabile allo Stato francese (citata sentenza 31 marzo 1991, Italia/Commissione, punto 11).

56 Gli artt. 92, n. 1, del Trattato e 61, n. 1, dell'accordo SEE fanno riferimento ad aiuti concessi dagli Stati o mediante risorse statali «sotto qualsiasi forma». Di conseguenza, l'interpretazione di queste norme, invece di basarsi su criteri formali, deve ispirarsi alla finalità delle suddette disposizioni che, in conformità dell'art. 3, lett. g), del Trattato, mirano a garantire che non sia falsata la concorrenza. Ne consegue che tutte le sovvenzioni che minacciano di falsare la concorrenza e che provengono dal settore pubblico rientrano nell'ambito di applicazione delle suddette disposizioni, senza che sia necessario che queste sovvenzioni siano concesse dal governo o da un'amministrazione centrale di uno Stato membro (v., in tal senso, sentenza della Corte 21 marzo 1991, causa C-305/89, Italia/Commissione, Racc. pag. I-1603, punto 13, e citata sentenza Sloman Neptun, punto 19).

57 Nella fattispecie l'esame del Tribunale può essere limitato solo allo status della Caisse. Infatti, anche se la sottoscrizione dei titoli di cui trattasi è stata compiuta formalmente dalla CDC-P, società per azioni di diritto privato, la ricorrente ha riconosciuto espressamente (replica, punto 12) che quest'«investimento è stato

realizzato sotto l'impulso determinante del suo azionista di maggioranza (la Caisse) e con i fondi messi a disposizione da quest'ultimo». Ne consegue che la sottoscrizione di cui trattasi è imputabile in ogni caso alla Caisse. Pertanto, l'argomento prospettato dalla ricorrente riguardo all'asserita indipendenza della CDC-P è irrilevante.

- 58 Per quanto riguarda la Caisse, si deve ricordare che essa è stata istituita con la legge finanziaria del 1816 come «ente speciale» posto «sotto la vigilanza e la garanzia dell'autorità legislativa», che i suoi compiti — ricomprendenti, in particolare, l'amministrazione di fondi pubblici e privati costituiti con depositi obbligatori — sono disciplinati da disposizioni normative e che il suo direttore generale è nominato dal presidente della Repubblica, mentre la nomina degli altri dirigenti avviene nell'ambito del governo.
- 59 Questi elementi sono sufficienti perché la Caisse sia considerata rientrare nel settore pubblico. È vero che essa è collegata solo all'«autorità legislativa». Tuttavia, il potere legislativo è uno dei poteri costituzionali di uno Stato, per cui il suo comportamento è necessariamente imputabile a quest'ultimo.
- 60 Questo ragionamento è corroborato dalla giurisprudenza della Corte relativa all'inadempimento di Stato ex art. 169 del Trattato, secondo la quale la responsabilità di uno Stato membro sussiste indipendentemente dall'organo dello Stato la cui azione od inerzia ha dato luogo all'inadempimento, «anche se si tratta di una struttura costituzionalmente indipendente» (sentenza 5 maggio 1970, causa 77/69, Commissione/Belgio, Racc. pag. 237, punto 15). Questa valutazione è valida anche per il settore del controllo degli aiuti di Stato, avendo infatti la Corte riconosciuto che il mezzo di impugnazione di cui all'art. 93, n. 2, secondo comma, del Trattato è solo una variante del ricorso per inadempimento, specificamente adattato ai problemi particolari che gli aiuti statali sollevano in relazione alla concorrenza nel mercato comune (sentenza 14 febbraio 1990, causa C-301/87, Francia/Commissione, Racc. pag. I-307, punto 23).

- 61 Da quanto precede risulta che la Commissione poteva considerare giustamente la Caisse ente del settore pubblico, il cui comportamento è imputabile allo Stato francese.
- 62 Questa conclusione non è infirmata dagli argomenti relativi all'autonomia giuridica della Caisse nei confronti delle autorità politiche statali, all'irrevocabilità del suo direttore generale posto sotto il controllo soltanto di una commissione di vigilanza indipendente, allo status specifico della Caisse rispetto alla Cour des comptes, nonché al suo particolare regime contabile e fiscale. Infatti, si tratta di elementi che attengono all'organizzazione interna del settore pubblico, e l'esistenza di norme che garantiscono l'autonomia di un organo pubblico rispetto ad altri organi non rimette in discussione il principio stesso della natura pubblica di quest'organo. Il diritto comunitario non può ammettere che il solo fatto di istituire enti autonomi addetti alla distribuzione di aiuti consenta di eludere le norme relative agli aiuti di Stato.
- 63 In quanto la ricorrente contesta poi la natura di aiuto statale dell'investimento controveroso sottolineando la provenienza privata dei fondi gestiti dalla Caisse e il fatto che coloro che depositano questi fondi possono chiederne in qualsiasi momento la restituzione, si deve ricordare che, secondo la giurisprudenza della Corte (citata sentenza Van Tiggele, punto 25, e sentenza 13 ottobre 1982, cause riunite 213/81, 214/81 e 215/81, Norddeutsches Vieh-und Fleischkontor, Racc. pag. 3583, punto 22), l'investimento controveroso, per essere considerato un aiuto statale, deve costituire un vantaggio concesso direttamente o indirettamente mediante risorse statali, il che presuppone «che le risorse mediante le quali l'aiuto è concesso appartengono allo Stato membro».
- 64 La ricorrente sostiene che i fondi depositati presso la Caisse, per la loro natura rimborsabile, non sono identici ai «contributi obbligatori» presi in esame nella citata sentenza 2 luglio 1974, Italia/Commissione, in quanto soltanto questi ultimi restano definitivamente a disposizione dello Stato. A questo proposito, si deve ricordare che in quella sentenza (punti 33-35) la Corte ha statuito che il parziale sgravio degli oneri pecuniari pubblici gravanti sulle imprese di un particolare settore industriale era un aiuto ai sensi dell'art. 92 del Trattato, nei limiti in cui la

perdita di entrate che esso determinava era compensata mediante le risorse provenienti da contributi obbligatori imposti dalla normativa statale.

- 65 È vero che il caso di specie si distingue dall'ipotesi oggetto della citata sentenza, in quanto le somme depositate presso la Caisse non vengono versate a fondo perduto, ma possono essere ritirate dai depositanti. Di conseguenza, diversamente dalle entrate costituite da imposte o contributi obbligatori, queste somme non sono permanentemente a disposizione del settore pubblico. Tuttavia, si deve esaminare in quale misura questo status giuridico dei fondi gestiti dalla Caisse si ripercuota nella realtà economica, tenuto conto in ispecie del fatto che il diritto comunitario riguarda gli aiuti concessi mediante risorse statali «sotto qualsiasi forma».
- 66 Al riguardo va rilevato che le entrate e le uscite di fondi effettuate presso la Caisse producono un saldo costante, che quest'ultima può utilizzare come se i fondi corrispondenti a questo saldo restassero definitivamente a sua disposizione. A tale titolo la Caisse può assumere dunque, come ha rilevato la stessa ricorrente, «un comportamento da investitore in base all'andamento dei mercati» (ricorso, punto 11), utilizzando, sotto la propria responsabilità, il suddetto saldo disponibile.
- 67 Il Tribunale ritiene che l'investimento controverso, finanziato con il saldo a disposizione della Caisse, sia in grado di falsare la concorrenza ai sensi dell'art. 92, n. 1, del Trattato, alla stessa stregua dell'ipotesi in cui tale investimento fosse stato finanziato mediante gettiti di imposte o contributi obbligatori. Questa disposizione ricomprende dunque tutti gli strumenti pecuniari che il settore pubblico può realmente usare per sostenere imprese, senza che abbia rilevanza il fatto che questi strumenti appartengano o meno in modo permanente al patrimonio del suddetto settore. Pertanto, il fatto che i fondi usati dalla Caisse fossero restituibili è irrilevante. Del resto, nessun elemento del fascicolo consente di assumere che la realizzazione dell'investimento controverso sia stata ostacolata dalla natura restituibile dei fondi usati.

68 Infine, questa conclusione non è contraddetta dalla sentenza della Corte 30 gennaio 1985, causa 290/83, Commissione/Francia (Racc. pag. 439, punto 15), nella quale è stato dichiarato che «ricade sotto l'art. 92 del Trattato la sovvenzione la quale (...) sia stata decisa e finanziata da un ente pubblico, la cui corresponsione è subordinata all'autorizzazione delle pubbliche autorità (...)». Infatti, questa sentenza non va interpretata nel senso che la definizione di aiuto di Stato presuppone sempre l'esistenza di un'autorizzazione da parte delle pubbliche autorità anche qualora l'operazione finanziaria di cui trattasi sia stata decisa e finanziata da un ente appartenente esso stesso al settore pubblico; la Corte si è limitata invece ad elencare tutti i fattori effettivamente presenti nella causa giudicata per desumerne che, in ogni caso, l'insieme di questi fattori rientrava nell'ambito di applicazione dell'art. 92, n. 1, del Trattato. Pertanto, anche se l'investimento controverso compiuto dalla Caisse non ha avuto l'autorizzazione del governo francese, il fatto che la Caisse, rientrante nel settore pubblico, abbia usato per quest'investimento fondi di cui poteva disporre è sufficiente, come è stato osservato in precedenza, per considerare l'investimento come intervento statale che può essere un aiuto ai sensi dell'art. 92, n. 1, del Trattato.

69 Ne consegue che la prima parte del primo motivo non può essere accolta.

Quanto al primo motivo, seconda parte

70 In quanto la ricorrente, basandosi su più argomenti distinti, rimprovera alla Commissione di aver travisato l'applicazione, nel caso di specie, del criterio relativo al comportamento di un investitore privato avveduto che operi in normali condizioni di economia di mercato, si deve ricordare, in primo luogo, che questo criterio è un'emanazione del principio della parità di trattamento fra i settori pubblico e privato, principio in base al quale i capitali messi a disposizione di un'impresa, direttamente o indirettamente, da parte dello Stato, in circostanze che corrispondono alle normali condizioni del mercato, non possono essere considerati aiuti di Stato (citata sentenza 21 marzo 1991, causa C-303/88, Italia/Commissione, punto 20).

- 71 In secondo luogo, occorre ricordare che nella sentenza 29 febbraio 1996, causa C-56/93, Belgio/Commissione (Racc. pag. I-723, punti 10 e 11), la Corte, esaminando motivi relativi, rispettivamente, ad un errore manifesto nella valutazione dei fatti e ad un'interpretazione errata dell'art. 92, n. 1, del Trattato, ha considerato che l'esame, da parte della Commissione, della questione se un determinato provvedimento possa essere considerato aiuto ai sensi dell'art. 92, n. 1, del Trattato, poiché lo Stato non avrebbe agito «come un operatore commerciale ordinario», implica una valutazione economica complessa. Nella fattispecie l'applicazione, da parte della Commissione, del criterio relativo al comportamento normale di un investitore privato razionale ha comportato allo stesso modo valutazioni economiche complesse.
- 72 Orbene, secondo la costante giurisprudenza della Corte, la Commissione, allorché emana un atto che contiene tali valutazioni, gode di un potere discrezionale. Il sindacato giurisdizionale deve limitarsi alla verifica dell'osservanza delle norme relative alla procedura e alla motivazione, dell'esattezza materiale dei fatti considerati nell'operare la scelta contestata, dell'insussistenza di errore manifesto di valutazione di tali fatti o dell'insussistenza di sviamento di potere (citata sentenza Belgio/Commissione, punto 11).
- 73 Tenuto conto delle considerazioni che precedono, si deve procedere all'esame degli argomenti addotti dalla ricorrente.

Quanto all'argomento relativo ad una valutazione errata della data in cui la CDC-P ha adottato la decisione di investire

— Argomenti delle parti

- 74 La ricorrente asserisce che la Commissione, prendendo in considerazione nella decisione impugnata solo la data in cui la CDC-P ha realmente sottoscritto i titoli emessi da Air France, vale a dire aprile 1993, ha travisato il tempo necessario per l'elaborazione e l'attuazione di un'operazione così complessa come l'emissione di

ORA e di TSIP-BSA. Infatti, poiché la CDC-P ha contribuito all'organizzazione di queste emissioni, essa avrebbe fin dall'inizio collaborato al processo di elaborazione del finanziamento alla fine proposto al pubblico. Così, i primi contatti fra Air France e la CDC-P sarebbero avvenuti nel novembre 1992. Nel dicembre 1992, dopo un esame favorevole delle previsioni finanziarie a medio termine elaborate da Air France, quest'ultima e la CDC-P avrebbero concordato di redarre proiezioni finanziarie a lungo termine, che sarebbero state completate nel gennaio 1993. Il consiglio di amministrazione della CDC-P sarebbe stato informato ufficialmente dell'operazione controversa già nel gennaio 1993. All'epoca la CDC-P avrebbe comunicato ad Air France una proposta di sottoscrizione pari all'importo della progettata offerta pubblica ai risparmiatori, il che equivaleva per essa a garantire il buon esito dell'operazione prevista.

75 La ricorrente sottolinea che soltanto alla fine del primo trimestre 1993 è venuto alla luce il «netto degrado della struttura finanziaria di Air France» richiamato dalla Commissione per giustificare la definizione, con riguardo all'investimento controverso, di aiuto di Stato. Orbene, gli studi di redditività sottesi alla decisione d'investimento sarebbero stati compiuti in base ai conti redatti il 30 settembre 1992 — i soli dati disponibili alla fine del 1992 —, poiché il primo trimestre 1993 è stato dedicato soltanto alla realizzazione delle emissioni progettate. La sottoscrizione nell'aprile 1993 sarebbe stata dunque solo il risultato formale di un processo conseguente ad una decisione economica adottata all'inizio del 1993, quando il summenzionato degrado finanziario non era ancora avvenuto.

76 La ricorrente ritiene che, facendo prevalere l'aspetto formale dell'investimento, vale a dire l'atto di sottoscrizione nell'aprile 1993, sulla realtà decisionale, la Commissione abbia fissato il momento della valutazione economica dell'operazione a quattro mesi dopo la data effettiva dell'adozione della decisione. In tal modo la Commissione non avrebbe osservato la propria politica in materia di concorrenza e di aiuti di Stato, che è quella di prendere in considerazione la natura economica dell'operazione e non la sua forma giuridica. Così, essa avrebbe adottato ingiustificatamente la soluzione che favorisce meglio i suoi interessi, senza tener conto delle realtà pratiche del varo di un'operazione di offerta pubblica ai risparmiatori.

77 La Commissione ricorda che, secondo la decisione impugnata, la data della decisione di investire della CDC-P doveva essere, conformemente alle prassi commerciali correnti, quella dell'effettiva sottoscrizione nell'aprile 1993 e che, in ogni caso, questa data non poteva essere anteriore al 17 febbraio 1993. Considerando che prima di questa data non poteva essere stata adottata alcuna decisione giuridicamente irrevocabile, essa avrebbe rispettato la natura reale dei poteri e delle influenze al di là delle forme meramente giuridiche. La nota inviata il 7 gennaio 1994 dalle autorità francesi alla Commissione enuncerebbe chiaramente che «la CDC-P ha definito nel febbraio 1993 la sua decisione di sottoscrivere» l'emissione controversa.

— Giudizio del Tribunale

78 Nella decisione impugnata (GU pag. 32) la Commissione ha compiuto, in base alle informazioni fornite dalle autorità francesi, i seguenti accertamenti:

«(...) il 17 febbraio 1993 il consiglio d'amministrazione di Air France, dopo trattative con la CDC-P, ha fissato le modalità dei titoli e proposto agli azionisti di approvarne l'emissione. L'assemblea straordinaria degli azionisti ha poi adottato l'emissione dei titoli il 24 marzo 1993, approvando le modalità definite per l'operazione. Secondo la consuetudine imprenditoriale, si dovrebbe ritenere che la decisione della CDC-P d'investire sia stata presa nel momento in cui i titoli erano sottoscritti (ossia, aprile 1993). Le autorità francesi non hanno provato che la CDC-P fosse giuridicamente obbligata a sottoscrivere l'emissione prima di quella data. Mancando un atto giuridico vincolante, ogni dichiarazione della CDC-P prima della data di sottoscrizione dovrebbe essere ritenuta una semplice dichiarazione d'intenti. In ogni caso, anche supponendo che la CDC-P abbia preso la decisione d'investire prima dell'aprile 1993 e che non sia stato possibile revocare tale decisione, la data determinante non potrebbe essere anteriore al 17 febbraio 1993 (ossia, la data della proposta, da parte del consiglio d'amministrazione, di emettere i titoli). Prima di questa data, le modalità definitive delle emissioni non erano state stabilite e quindi la CDC-P non disponeva di informazioni sufficienti per prendere una decisione definitiva o qualsiasi tipo di impegno».

79 Questo ragionamento della Commissione non può essere considerato viziato da un errore manifesto di valutazione. Infatti, un investitore privato avveduto non avrebbe adottato, in circostanze normali, una decisione che lo obbligasse irrevoca-

bilmente a procedere ad un investimento consistente come quello di cui trattasi o a garantirne il buon esito, fino a quando non ne fossero state ancora fissate definitivamente le modalità. Nella fattispecie egli non avrebbe adottato dunque tale decisione prima del 17 febbraio 1993. In una situazione come quella oggetto della presente controversia — in cui la sottoscrizione nell'aprile 1993 dei titoli controversi era stata preceduta da vari mesi di trattative fra l'emittente e il sottoscrittore — un investitore privato avveduto si sarebbe premurato inoltre di osservare attentamente, nel corso di questo periodo di trattative, l'andamento economico e finanziario dell'impresa interessata dal suo progetto d'investimento. Nell'ipotesi in cui si fosse verificato un evento negativo importante, egli non avrebbe esitato a rinunciare a tale progetto, fino a quando non fosse giuridicamente obbligato a realizzarlo. Pertanto, la Commissione poteva considerare a buon diritto che nella fattispecie la decisione di investimento era stata adottata nell'aprile 1993 o, al più presto, il 17 febbraio 1993.

80 Quanto alla questione, sollevata dalla ricorrente, di quali fossero i fattori economici e finanziari pertinenti che un investitore privato razionale poteva e doveva ragionevolmente prendere in considerazione alla data considerata, essa verrà esaminata nell'ambito dell'argomento successivo.

81 Di conseguenza, deve comunque essere respinto l'argomento relativo ad una valutazione errata della data della decisione di investire.

Quanto all'argomento relativo ad un esame errato del contesto della decisione di investimento della CDC-P

— Argomenti delle parti

82 La ricorrente rimprovera alla Commissione di essersi astenuta nella decisione impugnata da ogni esame del contesto generale del mercato del trasporto aereo all'epoca delle operazioni controverse. Orbene, un esame del contesto immediato

dell'investimento controverso non avrebbe ostato a che un investitore privato razionale adottasse una simile decisione. Infatti, anche se le informazioni disponibili alla data pertinente dimostravano che la situazione di Air France era peggiorata durante l'esercizio 1992, la CDC-P sarebbe stata legittimata a prendere in considerazione vari elementi che potevano far sperare in un rapido miglioramento della situazione. Fra questi elementi vi è, a giudizio della ricorrente, la ripresa del traffico registrata da Air France nel 1992 (+11,2% a fine novembre 1992).

83 La ricorrente aggiunge che la decisione di sottoscrivere i titoli controversi è stata in larga misura condizionata dal varo, nell'ottobre 1992, del piano di ristrutturazione (PRE 1) predisposto da Air France, che mirava a completare il piano CAP'93 e si prefissava un risanamento del bilancio già nel 1994, mentre la ristrutturazione di Air France era stata avviata del resto da vari anni. Così, anche se i risultati di Air France nel 1992 non erano quelli previsti, la CDC-P avrebbe potuto confidare in un risanamento della sua situazione finanziaria per gli anni successivi. In questo contesto il PRE 1 avrebbe rispecchiato la volontà molto decisa della direzione di Air France di adottare i provvedimenti resisi necessari, poiché l'obiettivo era quello di aumentare di 3 miliardi di FF la capacità di autofinanziamento annua, di continuare a ridurre gli organici al fine di migliorare la produttività e di avviare un'azione commerciale più aggressiva. La CDC-P sarebbe stata così legittimata a ritenere che le massicce soppressioni di posti di lavoro (5 000 in due anni), le misure commerciali attuate per porre rimedio al calo del reddito unitario e gli obiettivi congiunti dei programmi CAP'93 e PRE 1 (+4, 5 miliardi di FF di miglioramento dell'utile lordo di esercizio nel 1994), fossero adeguati alle difficoltà di Air France, anche se i tempi dell'entrata in vigore delle misure previste dai suoi piani erano considerevoli.

84 La ricorrente rileva poi che le prospettive di risanamento di Air France previste in considerazione delle misure contemplate dal PRE 1 erano corroborate dalle previsioni di andamento del mercato del trasporto aereo per il 1993; da un lato, Air France avrebbe previsto, all'inizio del 1993, di incrementare il traffico passeggeri e il trasporto merci; dall'altro, la compagnia finanziaria Edmond de Rothschild Banque avrebbe sottolineato, in uno studio eseguito il 13 gennaio 1993 in ordine ad un aumento di capitale di Air France, che il mercato del trasporto aereo, sebbene in crisi, mostrava qualche segnale incoraggiante a breve termine per gli investitori.

85 Denunciando, in specie, le carenze dei piani di ristrutturazione attuati da Air France, la Commissione avrebbe basato la decisione impugnata su circostanze che non potevano essere note agli investitori nel momento in cui è stata adottata la decisione di sottoscrivere i titoli controversi. Infatti, il fallimento del piano PRE 1 avrebbe fatto seguito ad eventi verificatisi nel primo semestre del 1993. Peraltro, il programma di ristrutturazione CAP'93 sarebbe stato ancora in vigore nell'aprile 1993 e la Commissione non avrebbe potuto considerare che, nel momento della sottoscrizione di cui trattasi, gli obiettivi finanziari del CAP'93 non potessero essere raggiunti. Analogamente, né il crollo del traffico passeggeri nei primi quattro mesi del 1993, né la situazione finanziaria di Air France successiva al settembre 1992 avrebbero potuto essere noti alla CDC-P nel momento dell'investimento controverso.

86 Quanto al contesto a medio e a lungo termine dell'investimento controverso, la ricorrente sottolinea che le prospettive future sia del settore delle compagnie aeree in generale sia di Air France in particolare facevano ritenere che una partecipazione alle emissioni di cui trattasi rappresentasse una buona opportunità finanziaria. Facendo di nuovo riferimento allo studio effettuato dalla compagnia Rothschild, essa rileva in particolare che il suddetto studio ha sottolineato che la «redditività delle compagnie, che avranno migliorato la loro produttività, dovrebbe crescere fortemente al momento della ripresa economica», motivo per cui «taluni analisti raccomandano il settore nel suo complesso in una prospettiva a lungo termine».

87 A questo proposito, la ricorrente ricorda i vantaggi di cui godeva Air France, vale a dire l'accesso privilegiato all'aeroporto Charles-de-Gaulle di Roissy (Francia), una rete eccezionale in Francia e su scala internazionale nonché una struttura finanziaria alla fine del 1992 simile a quella dei suoi principali concorrenti, se non addirittura migliore. Infatti, l'indebitamento di Air France sarebbe stato pari al 33% del suo fatturato contro il 38% della British Airways, il 41% della Swissair o il 67% della Japan Airlines. Analogamente, il rapporto utile netto/fatturato del gruppo Air France sarebbe rimasto, a fine 1992, del tutto simile a quello dei suoi concorrenti. Tutti questi elementi avrebbero indotto la banca d'affari Lehman Brothers a sottolineare il potenziale di Air France, asserendo in uno studio pubblicato nel settembre 1993: «There is a great potential for Air France to become one of Europe's most successful airlines (...) Air France has the potential to become a profitable, leading European carrier».

88 Peraltro, l'analisi ottimistica dell'andamento del mercato a lungo termine sarebbe stata confermata dalla stessa Commissione, la quale nella decisione 21 dicembre 1993, 94/118/CE, relativa all'aiuto che l'Irlanda intende conferire al gruppo Aer Lingus (GU 1994, L 54, pag. 30), ha asserito che le previsioni per l'industria dell'aviazione restavano abbastanza positive a più lungo termine e che, in caso di ripresa economica, i prossimi due anni avrebbero dovuto far registrare migliori risultati per le compagnie aeree (GU pag. 38). Inoltre, nella citata decisione 27 luglio 1994, 94/653, emanata lo stesso giorno della decisione impugnata e con la quale è stato approvato l'aumento di capitale sociale notificato di Air France, la Commissione avrebbe precisato che, essendo aumentato il traffico passeggeri del 14% nel 1992 e del 9% nel 1993, le prospettive a medio termine (1994/1997) per il settore dei trasporti aerei europei restavano abbastanza favorevoli e il traffico sarebbe dovuto aumentare probabilmente del 6% annuo (GU pag. 82).

89 La ricorrente sottolinea ancora che nella decisione impugnata la Commissione ha adottato una posizione opposta a quella da essa assunta in ordine all'emissione di ORA da parte di Air France nel luglio 1992; infatti, essa avrebbe all'epoca considerato il fatto di disporre nel 2000 di azioni di Air France un «vantaggio notevole, tenuto conto delle prospettive di sviluppo del gruppo Air France e dell'incremento di valore della compagnia». La ricorrente asserisce che, se è vero che tra il luglio 1992 e l'inizio del 1993 la situazione di Air France è peggiorata, essa non ha per questo diminuito le prospettive a lungo termine dell'impresa. A causa delle difficoltà momentanee avute durante questo periodo, soltanto il rischio assunto dagli investitori sarebbe stato aumentato, il che si sarebbe tradotto in un incremento della remunerazione pagata nell'ambito delle emissioni dell'aprile 1993 rispetto a quelle del 1992.

90 La ricorrente ne desume che nella decisione impugnata la Commissione non poteva asserire che un normale investitore non avrebbe proceduto ad un investimento in questo settore e rimproverare alla CDC-P di aver anticipato, già all'inizio del 1993, questo andamento generale del mercato del trasporto aereo. La CDC-P, consapevole delle difficoltà finanziarie di Air France, testimoniate dal suo bilancio al 30 settembre 1992, avrebbe considerato che queste difficoltà erano solo momentanee e andavano riconsiderate in un contesto generale favorevole che portava alla fine Air France a ridivenire redditizia. Del resto, questa analisi sarebbe stata condivisa dagli investitori privati che hanno sottoscritto le emissioni controverse.

- 91 In ogni caso, nel momento in cui è stata adottata la decisione — in cui era disponibile soltanto il bilancio di Air France al 30 settembre 1992, non essendo stato ancora pubblicato il bilancio definitivo dell'esercizio 1992 — la CDC-P sarebbe stata legittimata a prendere in considerazione l'utile lordo di esercizio conseguito dal gruppo Air France nell'esercizio 1991 (213 milioni di FF) e gli utili netti positivi ottenuti negli esercizi 1983-1989 (685 milioni di FF nel 1989). In questo contesto la ricorrente fa riferimento alla sentenza della Corte 10 luglio 1986, causa 234/84, Belgio/Commissione (Racc. pag. 2263, punto 15), secondo la quale un socio privato può ragionevolmente conferire il capitale necessario per garantire la sopravvivenza dell'impresa che sia temporaneamente in difficoltà, ma che, eventualmente previa riorganizzazione, sia in grado di ridivenire redditizia.
- 92 La Commissione osserva anzitutto di non aver asserito che un investitore privato non avrebbe proceduto ad un investimento nel settore del trasporto aereo. Essa avrebbe invece esaminato la questione se, in considerazione della situazione finanziaria di Air France, un investitore privato avrebbe investito 1,5 miliardi di FF nel momento in cui è stata adottata la decisione della CDC-P. Orbene, in particolare la mancanza di un valido piano di ristrutturazione avrebbe consentito di risolvere negativamente tale questione.
- 93 Sarebbe sbagliato asserire che la decisione della CDC-P di investire è stata adottata tenendo conto del programma di ristrutturazione CAP'93. Infatti, nell'ottobre 1992 questo programma sarebbe stato sostituito dal piano PRE 1. Come si evince dalla nota delle autorità francesi del 7 gennaio 1994, l'investimento della CDC-P si sarebbe «inserito proprio nell'ambito di un efficace piano di ristrutturazione presentato nell'autunno 1992 (plan de retour à l'équilibre)». Al riguardo, la Commissione ricorda che nella decisione impugnata (GU pagg. 33 e 34) essa ha analizzato in dettaglio il PRE 1 e l'ha ritenuto insufficiente, anche a lungo termine, a ristabilire l'autosufficienza economica di Air France. In questo modo essa avrebbe esaminato il PRE 1 come era stato presentato nell'ottobre 1992 e non l'avrebbe valutato in base agli avvenimenti verificatisi successivamente alla controversa decisione di investire.
- 94 Inoltre, la ricorrente asserirebbe erroneamente che, nel momento in cui la CDC-P ha deciso di investire, era disponibile soltanto il bilancio di Air France al 30 set-

tembre 1992. L'entità delle perdite subite da Air France nel 1992 sarebbe stata prevedibile e in parte accertata già nel novembre 1992. Infatti, già il 13 ottobre, il 7 novembre e il 15 novembre 1992 articoli di stampa avrebbero segnalato che il presidente e il direttore generale di Air France avevano annunciato che le previsioni di perdite consolidate per il 1992 erano di circa 3 miliardi di FF. La previsione di perdite di 3,2 miliardi di FF sarebbe stata espressamente menzionata in un prospetto di Air France relativo ad un prestito per il febbraio 1993, sul quale il visto della Commission des opérations de Bourse (in prosieguo: la «COB») era stato apposto il 25 gennaio 1993. Sarebbe inconcepibile che la CDC-P, che era in trattative con Air France dal novembre 1992, non fosse a conoscenza di questo dato e ignorasse il grave peggioramento che esso rappresentava rispetto alle perdite precedenti.

95 Contrariamente a quanto asserito dalla ricorrente, il contesto immediato dell'investimento controverso non porterebbe dunque affatto a riconoscere che un investitore privato l'avrebbe effettuato. La gravità della situazione di Air France sarebbe stata nota alla ricorrente. L'aumento dell'11,2% del traffico, indicato da quest'ultima per i primi undici mesi del 1992, non avrebbe costituito alcun segnale di miglioramento, dato che nello stesso periodo il reddito unitario registrato da Air France era diminuito dell'8,1%. Del resto, i risultati di Air France nel 1992 rispetto ai suoi concorrenti sarebbero stati relativamente mediocri: Air France avrebbe avuto un incremento dell'8,9% nel rapporto passeggeri trasportati/chilometri, mentre British Airways avrebbe registrato un aumento del 15,4%, Lufthansa del 14% e la KLM del 16,1%, con un tasso di incremento medio al riguardo nel 1992, per tutte le compagnie facenti parte dell'AEA, del 13,3%.

96 A giudizio della Commissione, le prospettive a medio e a lungo termine non erano neppure tali da indurre un investitore privato avveduto a investire in Air France nel periodo in cui la CDC-P ha adottato la decisione. La Commissione ritiene che lo studio della compagnia Rothschild invocato dalla ricorrente non prenda in considerazione le conseguenze della liberalizzazione del trasporto aereo nel 1997, né la situazione finanziaria di Air France e non affronti problemi connessi alla sua produttività. Quanto alla relazione redatta dalla Lehman Brothers, la Commissione sottolinea che essa è del settembre 1993, per cui il suo contenuto e le sue conclusioni non erano note alla CDC-P nel momento in cui ha adottato la decisione di investire. In ogni caso, la suddetta relazione asserirebbe, per quanto riguarda Air France, quanto segue: «Until recently, lack of strategic vision and restrictive work

practices have been at the heart of continual and heavy group losses». Analogamente, la relazione farebbe dipendere la possibilità di Air France di diventare una delle compagnie più redditizie dalla sua capacità di ridurre sensibilmente le spese. Orbene, il PRE 1, operante nel periodo controverso, non avrebbe previsto alcuna misura concreta per ridurre le spese di Air France.

— Giudizio del Tribunale

97 La decisione impugnata illustra in dettaglio la situazione economica di Air France, sottolineando, in specie, il netto degrado della sua struttura finanziaria nei tre anni precedenti l'investimento controverso. In essa la Commissione rileva che Air France ha accumulato continue perdite pari a 717 milioni di FF nel 1990, a 685 milioni di FF nel 1991 e a 3,2 miliardi di FF nel 1992, essendosi così la perdita quadruplicata rispetto al 1991, nonostante l'adozione nello stesso anno del piano di ristrutturazione CAP'93 e il conferimento nel 1991 e nel 1992 di 5,84 miliardi di FF (v. il precedente punto 2). Inoltre, essa considera che il nuovo piano di ristrutturazione PRE 1, adottato nell'ottobre 1992, non consentiva manifestamente di risanare, neppure a lungo termine, la difficile situazione di Air France.

98 In questo contesto la Commissione non era tenuta, nell'esercizio del potere discrezionale che le compete in materia, ad attenuare il risultato negativo cui era pervenuta, attraverso la presa in considerazione di taluni segnali e prospettive di miglioramento dedotti dalla ricorrente, dato che essi potevano essere considerati irrilevanti rispetto alla situazione economica e finanziaria generale di Air France. Al riguardo è sufficiente rinviare alla sentenza della Corte 3 ottobre 1991, causa C-261/89, Italia/Commissione (Racc. pag. I-4437, punto 14), nella quale la Corte, invece di obbligare la Commissione a procedere ad un'accurata compensazione fra tutti gli elementi negativi e positivi, ha ammesso, con riferimento all'impresa Aluminia, la valutazione complessiva secondo la quale l'esistenza di un risultato positivo, anche supponendo che fosse stato prevedibile, non sarebbe stato sufficiente a indurre un ipotetico investitore privato a conferire il capitale di cui trattavasi, poiché tale risultato era troppo irrilevante per controbilanciare lo schiacciante volume dell'indebitamento e le notevoli perdite.

99 Senza contestare la realtà degli elementi summenzionati che la Commissione ha preso in considerazione nella decisione impugnata, tuttavia la ricorrente formula una serie di censure dirette avverso le valutazioni della Commissione.

100 Essa sostiene anzitutto che nella data in cui è avvenuto l'investimento controverso il bilancio definitivo dell'esercizio 1992, in cui era menzionata la perdita di 3,2 miliardi di FF subita nel corso di quell'anno, non era stato ancora pubblicato, per cui in quella data la CDC-P non poteva ancora essere a conoscenza di questo dato negativo.

101 Al riguardo si deve ricordare che articoli di stampa apparsi in ottobre, novembre e dicembre 1992 su *Le Figaro*, sul *Financial Times* e su *Le Monde* hanno riferito che il gruppo Air France si aspettava un disavanzo pari a 3 miliardi di FF per l'esercizio 1992. Inoltre, un prospetto di prestito pubblicato dalla stessa Air France, che in data 25 gennaio 1993 ha ricevuto il visto della COB, menziona le seguenti «prospettive future»: «Il risultato netto consolidato (quota del gruppo) dell'esercizio 1992 è stimato oggi in una perdita di 3,2 miliardi di FF». La Commissione poteva dunque a buon diritto ritenere che un investitore privato accorto sarebbe stato a conoscenza di questi dati, tanto più che questo investitore, la CDC-P, era impegnato in trattative con Air France dal novembre 1992. La censura avverso la presa in considerazione, da parte della Commissione, della perdita di 3,2 miliardi di FF registrata nel 1992 deve dunque essere respinta.

102 In secondo luogo, la ricorrente rimprovera alla Commissione di aver trascurato l'aspetto positivo degli obiettivi congiunti del piano di ristrutturazione PRE 1 e del programma CAP'93 — ancora operante nell'aprile 1993 — e di aver basato la decisione impugnata su circostanze successive alla data in cui è stata adottata la decisione di investire, dato che l'insuccesso del piano PRE 1 ha fatto seguito infatti ad eventi successivi a questa data.

103 Al riguardo va osservato che la decisione impugnata, dopo aver descritto le misure previste dal PRE 1, conclude che quest'ultimo presenta lacune sotto vari aspetti e

contiene talune carenze. Così, la Commissione rileva in specie che, all'infuori dell'installazione di un sistema «hub» all'aeroporto Charles-de-Gaulle di Roissy (Francia), per aumentare le entrate non è stata prevista nessun'altra misura, che il piano non analizzava il prevedibile andamento del mercato in corso di liberalizzazione, che esso non prevedeva alcun adeguamento della politica commerciale di Air France alla temporanea sovraccapacità del trasporto aereo, ma perseguiva invece una strategia di investimenti, e che non prevedeva neppure altre misure di ristrutturazione in caso di ulteriore degrado della situazione economica della compagnia. In questo contesto, nessuna circostanza successiva al febbraio 1993 è menzionata né presa in considerazione nella decisione impugnata. Di fronte a queste valutazioni la ricorrente si limita a sostenere che la decisione di investire adottata dalla CDC-P è stata ampiamente condizionata dal varo del PRE 1, a chiarire gli obiettivi perseguiti da quest'ultimo e ad elencare i risultati sperati. Il Tribunale ritiene che questo tipo di argomentazioni non sia in grado di dimostrare che la Commissione ha commesso un errore manifesto di valutazione considerando il PRE 1 insufficiente a ristabilire, anche a lungo termine, l'autosufficienza economica e la redditività di Air France.

104 Quanto all'incidenza del programma CAP'93, occorre rilevare che, da un lato, durante il procedimento amministrativo le autorità francesi non hanno accertato alcun rapporto fra l'investimento di cui trattasi nel caso di specie ed il programma CAP'93. Nella lettera 7 gennaio 1994 esse hanno invece dichiarato che quest'investimento si inquadrava solo nell'ambito del PRE 1. Dall'altro, il CAP'93, accompagnato da un conferimento di 5,84 miliardi di FF nel 1991 e nel 1992, si era chiuso con una quadruplicazione delle perdite di Air France, che nel 1992 hanno raggiunto 3,2 miliardi di FF. Di conseguenza, nella decisione impugnata giustamente la Commissione non ha tenuto conto del programma CAP'93.

105 Infine, in terzo luogo, la ricorrente assume che la Commissione, ritenendo che nessun investitore privato avveduto avrebbe compiuto l'investimento controverso, si è posta in palese contraddizione con le proprie stime ottimistiche circa l'andamento del settore dell'aviazione civile comunitaria in generale e di Air France in particolare. Essa aggiunge che queste stime ottimistiche sono state condivise del resto da esperti del settore bancario.

- 106 In quanto la ricorrente rinvia così alle decisioni che la Commissione aveva emanato il 20 novembre 1991 e il 15 luglio 1992 (v. il precedente punto 2), si deve rilevare anzitutto che la ricorrente cita il testo del comunicato stampa relativo a queste decisioni, il quale esprime una valutazione riguardo alle prospettive del gruppo Air France molto più ottimistica del testo delle stesse decisioni. Infatti, queste ultime si limitano a considerare le operazioni finanziarie di cui trattasi compatibili con il principio dell'investitore privato nazionale, in quanto le prospettive di rendimento a lungo termine dell'investimento prevalgono, «in base ai dati disponibili», sulle difficoltà a breve termine derivanti dall'«attuale struttura finanziaria» del gruppo Air France. Inoltre, nella decisione 20 novembre 1991 la Commissione dichiara che «riserva espressamente la sua posizione per quanto riguarda nuovi aumenti del capitale di Air France nel 1992 e nel 1993» e che la sua decisione su queste operazioni dipenderà da una «valutazione aggiornata della situazione economica e finanziaria dell'impresa, dall'attuazione del "contrat de plan"», ecc.
- 107 Risulta dunque che la stessa Commissione ha limitato nel tempo la portata della valutazione circa le prospettive del gruppo Air France, il che esclude già una contraddizione con la valutazione fatta successivamente nella decisione impugnata. Inoltre, se le decisioni del 1991 e del 1992 hanno autorizzato il conferimento di 5,84 miliardi di FF, esse hanno anche preso in esame il piano di ristrutturazione CAP'93, che era stato appena varato e al quale in apparenza la Commissione non aveva all'epoca rimproveri da muovere. Come è stato rilevato in precedenza, soltanto all'inizio del 1993 un investitore privato razionale si sarebbe reso conto che, nonostante il CAP'93 e i 5,84 miliardi di FF conferiti, le perdite di Air France si sarebbero quadruplicate e il conseguente piano di ristrutturazione (PRE 1) non sarebbe stato sufficiente. Ciò considerato, nella decisione impugnata la Commissione poteva ritenere che le prospettive del gruppo Air France a medio e a lungo termine non fossero buone, senza contraddire le due decisioni precedenti.
- 108 Per quel che riguarda le citate decisioni 21 dicembre 1993, 94/118 (Aer Lingus), e 27 luglio 1994, 94/653 (Air France), la Commissione, proprio come nella decisione impugnata, ha ritenuto che la situazione economica e finanziaria delle imprese interessate fosse tale che nessun investitore privato razionale avrebbe compiuto le operazioni finanziarie censurate. Queste ultime sono state dunque definite, proprio come quelle oggetto della presente causa, aiuti di Stato. Soltanto ai sensi delle disposizioni derogatorie dell'art. 92, n. 3, lett. c), del Trattato la Commissione, da

un lato, ha ammesso l'esistenza di due validi piani di ristrutturazione e, dall'altro, ha ritenuto che gli aiuti statali previsti fossero giustificati dalla situazione dell'aviazione civile comunitaria, le cui prospettive sarebbero positive a medio e a più lungo termine. Pertanto, non vi sono state contraddizioni riguardo all'applicazione del criterio dell'investitore privato razionale.

- 109 Quanto alle stime positive compiute dalla compagnia finanziaria Edmond de Rothschild Banque e dalla banca d'affari Lehman Brothers, esse facevano riferimento al settore aeronautico in quanto tale e alle possibilità di sviluppo di Air France. Orbene, fino a quando Air France non avesse presentato un piano di ristrutturazione convincente — il che non si verificava all'inizio del 1993 (v. il precedente punto 103) — la Commissione poteva considerare giustamente che Air France non avrebbe fruito del suo eventuale potenziale di sviluppo, né di un andamento positivo del settore dell'aviazione civile comunitaria.
- 110 Da quanto precede risulta che l'argomento relativo ad un esame errato del contesto della decisione d'investimento va respinto.

Quanto all'argomento relativo ad un errore manifesto nell'applicazione del principio dell'investitore privato razionale con riguardo alle caratteristiche dei titoli emessi

— Argomenti delle parti

- 111 La ricorrente ritiene che le emissioni controverse costituiscano operazioni di mercato realizzate in condizioni di mercato e rimprovera, in primo luogo, alla Commissione di aver ignorato nella decisione impugnata il fatto che l'investimento controverso era effettuato con un'offerta pubblica ai risparmiatori e, lungi dall'essere riservato alla sola CDC-P, era accessibile ad ogni investitore interessato. Questa offerta pubblica ai risparmiatori avrebbe comportato, ai sensi delle norme nazionali vigenti, la presentazione di un prospetto delle emissioni previste per il previo

controllo della COB. Orbene, avendo quest'ultima apposto il visto sul prospetto redatto per le emissioni di aprile 1993, sarebbe evidente che essa ha ritenuto che il progetto non facesse correre rischi insostenibili agli investitori. La COB non si sarebbe neanche avvalsa della facoltà riservata dalle norme nazionali vigenti di formulare un avvertimento e di chiederne l'inserimento nel prospetto.

- 112 La ricorrente fa valere, facendo riferimento ai compiti attribuiti alla COB, che, anche se il controllo della compatibilità dei rischi con l'interesse degli investitori non significa sistematicamente un controllo circa l'opportunità dell'operazione considerata, all'atto pratico la COB non esita a negare il proprio visto ad operazioni che presentano troppi rischi. La COB avrebbe potuto negare la concessione del visto alle emissioni controverse o inserire un avvertimento richiamando l'attenzione degli investitori sui rischi corsi, qualora avesse ritenuto che la sottoscrizione facesse correre rischi incompatibili con gli interessi dei risparmiatori. Pertanto, la Commissione non avrebbe potuto concludere, salvo contestare il visto della COB che non ha nemmeno menzionato nella decisione impugnata, che le prospettive di redditività dell'investimento della CDC-P fossero tali che un investitore privato non le avrebbe accettate.
- 113 In secondo luogo, la ricorrente contesta la posizione della Commissione riguardo al carattere insolito, sui mercati finanziari, dei titoli emessi da Air France e sottoscritti dalla CDC-P. Infatti, le più grandi imprese francesi avrebbero proceduto, ad esempio soltanto negli anni 1990 e 1991, ad emissioni analoghe. Le ORA e i TSIP-BSA controversi avrebbero natura adeguata, in quanto garantiscono, anzitutto, ai loro sottoscrittori una remunerazione certa a breve e a medio termine e consentono poi di confidare in un notevole «effetto leva» a lungo termine, dando accesso al capitale di Air France. In ogni modo, la Commissione non avrebbe fornito la prova che le caratteristiche dei titoli emessi non sarebbero normali per questo tipo di prodotti. Così, diversamente dall'ipotesi di un prestito concesso ad un tasso inferiore a quello di mercato, in cui l'elemento di aiuto è rappresentato dalla differenza fra il tasso normale e quello derogatorio, l'operazione di investimento di cui trattasi nella fattispecie non conterrebbe alcun elemento di aiuto.

- 114 Nella replica (punti 103-107), la ricorrente dichiara, nell'ambito della valutazione dei TSIP controversi, che Air France ha emesso nel febbraio e nel giugno 1993 due prestiti obbligazionari di 1,5 miliardi di FF ciascuno, operazione diretta dal Crédit Lyonnais. Essa aggiunge che la remunerazione erogata per i TSIP dopo il 2000, confrontata con gli interessi maturati nello stesso periodo per i TSIP emessi nella stessa epoca dal Crédit Lyonnais, dal CIC e dalla Banque La Henin, si collocava nella «forbice del mercato». Infine, essa procede ad un confronto fra le condizioni per le emissioni dei TSIP-BSA controversi e quelle per le emissioni di obbligazioni abbinate a buoni per la sottoscrizione di azioni (OBSA), da essa ritenute un prodotto finanziario con caratteristiche molto simili ai TSIP-BSA, nonché ad un confronto per analogia con le emissioni di obbligazioni convertibili (OC) avvenute fin dal 1990.
- 115 Inoltre, essa rileva che le ORA e i TSIP-BSA mirano a far diventare i loro titolari azionisti dopo un periodo di attesa remunerato, per cui la decisione di sottoscrivere questo tipo di prodotti trova spiegazione nella remunerazione versata durante il periodo del prestito e nell'aspettativa di guadagno attraverso la realizzazione di un notevole aumento di valore sulle azioni al momento della conversione delle obbligazioni in azioni. L'analisi della Commissione basata soltanto sulla situazione finanziaria di Air France negli anni 1992 e 1993 non sarebbe dunque pertinente da un punto di vista finanziario; qualsiasi valutazione della redditività dell'investimento avrebbe dovuto presupporre un'analisi dell'evoluzione della situazione finanziaria di Air France fino al 2000. I BSA collegati ai TSIP consentirebbero ai loro titolari di sottoscrivere nuove azioni di Air France al prezzo di 517 FF ad azione, mentre il valore stimato di tale azione era all'epoca di 849 FF «in prospettiva del 2000», come risulterebbe da un documento di Air France in data 19 febbraio 1993. Sarebbe dunque arbitraria l'affermazione fatta nella decisione impugnata, secondo la quale i BSA sarebbero privi di valore poiché le azioni ad essi sottese non avrebbero avuto valore alla data prevista della loro sottoscrizione.
- 116 Per quel che riguarda più in particolare i TSIP, la ricorrente ricorda che il contratto di emissione prevede una clausola di rimborso anticipato a discrezione di Air France a decorrere dal 1° gennaio 2000. La CDC-P sarebbe stata dunque legittimata a ritenere che il meccanismo di margine progressivo applicato al tasso d'interesse variabile a decorrere dall'esercizio 2000 inducesse Air France a rimborsare i TSIP in anticipo il 1° gennaio 2000. Questo meccanismo di incoraggiamento al rimborso anticipato avrebbe dovuto indurre un investitore avveduto, come la

CDC-P, a considerare i TSIP emessi obbligazioni classiche scadenti il 1° gennaio 2000, accompagnate da interessi fissi e progressivi che variano dal 5,5 all'8,5% e che godono di un tasso di rendimento attuariale del 7%.

- 117 All'udienza la ricorrente ha precisato quest'ultima censura. A suo giudizio, la Commissione avrebbe commesso due fondamentali errori di valutazione. Da un lato, dopo aver considerato le ORA investimento in titoli azionari e aumento di capitale posticipato, essa avrebbe dichiarato che «considerazioni analoghe valgono anche per i TSIP-BSA» (decisione impugnata, GU pag. 32). In questo modo la Commissione avrebbe snaturato i TSIP, trasformandoli in titoli azionari, sebbene i TSIP siano sostanzialmente un prodotto obbligazionario che frutta interessi e che, a discrezione dell'investitore, può eventualmente dare accesso al capitale di Air France. Dall'altro, asserendo (GU sempre pag. 32) con riguardo agli stessi TSIP-BSA che «il titolare può non esercitare il suo diritto di sottoscrizione e decidere di continuare a percepire gli interessi dopo il 1° gennaio 2000, fino a quando la società non decida di rimborsare le quote», la Commissione farebbe intendere che la rinuncia alla conversione dei BSA in azioni comporterebbe il diritto per il sottoscrittore di continuare a riscuotere interessi dopo il 1° gennaio 2000. Orbene, sarebbero due questioni completamente diverse, poiché i BSA sono indipendenti dai TSIP e trasferibili in quanto tali.

- 118 Infine, la ricorrente rileva il possibile aumento di valore cui poteva portare una futura privatizzazione di Air France. Il successo della privatizzazione della British Airways, ma anche la prospettiva, a fine 1992, di un cambiamento di maggioranza politica in Francia nell'aprile 1993 avrebbero potuto far presagire tale evoluzione. Questa prospettiva di futura privatizzazione sarebbe stata oggetto di discussioni all'epoca dell'attuazione dell'investimento controverso, come testimoniano le dichiarazioni rese da rappresentanti della futura maggioranza al potere. La CDC-P avrebbe potuto dunque, alla fine del 1992 e all'inizio del 1993 — vale a dire qualche mese prima delle elezioni legislative francesi, il cui esito non era allora minimamente dubbio —, legittimamente sperare in una futura privatizzazione di Air France con l'effetto di incrementare a termine la liquidità delle azioni di Air France delle quali essa sarebbe diventata proprietaria grazie ai titoli controversi.

- 119 Quanto alla natura dei titoli emessi da Air France e sottoscritti dalla CDC-P, la Commissione ricorda di averne esaminato le caratteristiche in modo approfondito (decisione impugnata, GU pagg. 28, 29 e 32).
- 120 Essa aggiunge che il carattere eccezionale delle ORA è comprovato dal fatto che nel 1993 Air France era la sola impresa che emetteva ORA semplici e che la loro emissione rappresenta il 70% del volume complessivo delle ORA di qualsiasi tipo emesse in Francia. Alle altre due emissioni di ORA nel 1993 sarebbero stati collegati dei BSA; le società emittenti sarebbero state quotate in borsa. Le ORA di Air France sarebbero state le sole emesse al di fuori del mercato regolamentato; in mancanza di quotazione e di mercato secondario, queste ORA avrebbero scarsa liquidità, tanto più che sono nominative. Inoltre, in caso di scioglimento dell'impresa, i titolari sarebbero rimborsati, come gli azionisti, dopo tutti gli altri creditori.
- 121 Quanto ai TSIP-BSA, la Commissione sottolinea che, nel 1993, Air France era l'unica società a emettere questo tipo di titoli, la cui natura insolita è dimostrata dal fatto che una sola emissione di TSIP è avvenuta nel 1992 e nessuna nel 1991. Essa aggiunge che i TSIP-BSA hanno la stessa scarsa liquidità delle ORA. Poiché nel 1993 non vi è stata alcuna emissione di TSIP se non quella di Air France, i confronti effettuati dalla ricorrente con l'emissione di TSIP da parte di altre società sarebbero irrilevanti. In ogni caso, questi altri TSIP sarebbero molto diversi da quelli emessi da Air France. Nella controreplica la Commissione non prende posizione sui dettagli dell'argomentazione prospettata nella replica, relativa alla valutazione dei TSIP-BSA controversi e al loro confronto con i TSIP emessi da altre società o con altri tipi di titoli emessi.
- 122 La Commissione considera che l'accesso al capitale di Air France — a termine per i possessori delle ORA, eventuale per i titolari dei TSIP-BSA — non lasciava presagire un «effetto leva» rilevante a lunga scadenza, in termini di possibile aumento di valore. Nel ricorso la stessa ricorrente avrebbe riconosciuto che nel marzo 1993 era difficile prevedere il valore delle azioni di Air France nel 2000 e l'entità dell'eventuale aumento di valore; tuttavia, un mese prima, il valore stimato dell'azione a quella scadenza sarebbe stato valutato con precisione a 849 FF. Orbene, la

Commissione fa notare che nel dicembre 1994 il prezzo dell'azione di Air France è stato fissato in 78 FF con decreto del ministro dell'Economia e delle Finanze, in conformità del parere emesso dalla Commissione per le privatizzazioni.

123 La natura insolita della sottoscrizione controversa troverebbe conferma nel fatto che, nonostante il carattere assertivamente interessante delle emissioni di cui trattasi, soltanto la CDC-P ha mostrato un vero e proprio interesse per esse, poiché la stessa ha sottoscritto da sola il 99,9% dei TSIP-BSA e il 99,7% delle ORA, mentre deteneva soltanto lo 0,53% del capitale di Air France. La Commissione conclude che la situazione finanziaria di Air France, in particolare la consistenza delle perdite registrate e il livello di indebitamento, nonché le lacune strutturali del PRE 1 e l'insufficienza di quest'ultimo a risanare tale situazione ponevano Air France nell'impossibilità di acquisire le somme di cui trattasi sui mercati dei capitali e che, pertanto, un investitore privato non avrebbe investito in Air France somme di questa entità.

124 La Commissione considera che la concessione di un visto da parte della COB non costituisce una ratifica, a tutti gli effetti, dell'emissione controversa. Questo visto comproverebbe soltanto che l'informazione fornita ai potenziali investitori è sufficiente perché essi siano in grado di adottare la loro decisione con piena cognizione di causa. Il suddetto visto non comporterebbe alcuna valutazione circa l'opportunità delle operazioni in esame o circa la fondatezza delle modalità; esso verrebbe apposto quando la COB approva la regolarità formale dell'operazione.

125 In quanto la ricorrente le rimprovera di aver snaturato i TSIP-BSA, all'udienza la Commissione ha dichiarato che per essa non erano tanto importanti le caratteristiche tecniche o specifiche delle ORA, da un lato, e dei TSIP-BSA, dall'altro, quanto piuttosto il principio di un investimento in Air France. Peraltro, essa non avrebbe commesso alcun errore manifesto di valutazione, allorché ha preso in considerazione la caratteristica principale dei TSIP-BSA, vale a dire una conversione facoltativa, rispetto alla conversione obbligatoria delle ORA, alla loro scadenza. Infine, nel prospetto relativo alle emissioni controverse Air France avrebbe essa stessa dichiarato che l'emissione sia delle ORA sia dei TSIP-BSA era volta ad incrementare a termine il proprio capitale.

— Giudizio del Tribunale

- 126 Per quanto riguarda, in primo luogo, l'eventuale rilevanza del visto che la COB ha apposto sul prospetto delle emissioni controverse, dagli atti di causa (replica, punto 115) si evince che la ricorrente non ha asserito che nel caso di specie la COB aveva effettivamente verificato l'opportunità per un investitore privato avveduto di realizzare o meno l'operazione finanziaria controversa; la ricorrente ha ammesso invece che tale verifica sistematica da parte della COB non è avvenuta.
- 127 Al riguardo si deve rilevare che, attraverso la formula usata, la COB dichiara semplicemente di aver apposto «sul presente prospetto, ai sensi degli artt. 6 e 7 dell'ordinanza 28 settembre 1967, n. 67/833, (...), il visto 25 marzo 1993, n. 93-138». Risulta così effettivamente che essa non ha fornito un parere motivato contenente valutazioni economiche e finanziarie in contrasto con quelle figuranti nella decisione impugnata, delle quali la Commissione avrebbe potuto e, eventualmente, dovuto tener conto.
- 128 Per quel che riguarda, in secondo luogo, le censure relative ad un travisamento, da parte della Commissione, del valore e delle caratteristiche dei titoli emessi, si deve esaminare anzitutto se la Commissione abbia equiparato erroneamente i TSIP-BSA alle ORA.
- 129 Il passaggio corrispondente della decisione impugnata (GU pag. 32) recita quanto segue:

«La sottoscrizione di ORA da parte della CDC-P può essere paragonata ad un investimento in titoli azionari volto ad incrementare il capitale proprio della compagnia aerea. Le ORA sono titoli che obbligatoriamente vengono convertiti in azioni e da un punto di vista finanziario rappresentano un aumento di capitale posticipato. Nel caso delle ORA, il rendimento del capitale investito dipende,

come abbiamo già detto, dall'andamento finanziario della società e dal valore delle quote nel momento in cui i titoli sono convertiti. Considerazioni analoghe valgono anche per i TSIP-BSA. Questi non sono obbligatoriamente convertiti in azioni (...).

- 130 Per un'interpretazione obiettiva dell'equiparazione di questi due tipi di titoli [«considerazioni analoghe valgono anche (...)»], questo passaggio va ricollocato nel contesto della motivazione generale dedicata ai titoli emessi. A questo proposito, le caratteristiche principali di questi titoli sono descritte correttamente nella decisione impugnata (GU pagg. 28 e 29) e del resto la ricorrente non ha mai contestato questa descrizione in quanto tale. Non può dunque trattarsi di una confusione, da parte della Commissione, fra i meccanismi di funzionamento delle ORA, da un lato, e dei TSIP-BSA, dall'altro.
- 131 Per quanto riguarda la valutazione economica dei titoli emessi, la definizione di «investimento in titoli azionari» e di «aumento di capitale posticipato», che è senza dubbio esatta per le ORA, in quanto vengono obbligatoriamente convertite in azioni, è valida anche per i BSA, con la riserva — sottolineata dalla stessa Commissione — che la loro convertibilità in azioni è meramente facoltativa.
- 132 Per quanto riguarda i TSIP, se è vero che essi producono soltanto interessi senza far sorgere il diritto ad una conversione in azioni, è altrettanto vero che sono in realtà rimborsabili solo in caso di liquidazione o di scioglimento di Air France; infatti, alla data pertinente dell'inizio 1993 qualsiasi rimborso anticipato da parte di Air France doveva, a causa delle perdite subite e della mancanza di un valido piano di ristrutturazione, apparire irrealizzabile ad un investitore privato avveduto. Di conseguenza, la Commissione ha potuto considerare che i TSIP avevano una «durata indeterminata» (GU pag. 28), senza commettere un errore manifesto di valutazione.
- 133 Peraltro, il prospetto di Air France relativo alle emissioni controverse (allegato 2 del ricorso) nel capo II, lett. B, 2.1.7, dichiara espressamente che l'emissione dei

TSIP-BSA «è volta ad incrementare a termine il capitale proprio della società». Del resto, la ricorrente ha ribadito quest'ultimo punto di vista nella fase scritta del procedimento [ricorso, punto 24, lett. a)], sottolineando «che, a differenza di altri prodotti come i prestiti obbligazionari classici (...), i TSIP-BSA mirano a far diventare i loro titolari azionisti dopo un periodo di attesa remunerata». Pertanto, la Commissione non ha commesso un errore manifesto di valutazione equiparando, fino ad un certo punto, i TSIP-BSA alle ORA.

134 In ogni caso, essa poteva considerare che, data la situazione economica di Air France, che continuava a peggiorare, e la mancanza di un valido piano di ristrutturazione, un investitore privato razionale non avrebbe proceduto, all'inizio del 1993, alla sottoscrizione di quasi tutte le ORA e i TSIP-BSA emessi da Air France, come ha fatto la CDC-P e, dietro di essa, la Caisse. Infatti, non esistevano molte prospettive di rimborso, da parte di Air France, dei capitali investiti, tanto in azioni quanto mediante restituzione dei fondi conferiti. Non è dunque comprovato che la Commissione abbia commesso un errore manifesto di valutazione dichiarando che il valore delle future azioni sottese alle ORA e ai BSA sarebbe irrilevante e sottolineando che i TSIP presentavano gli ulteriori inconvenienti di essere rimborsabili solo dopo tutti gli altri crediti, tranne le ORA, in caso di scioglimento o di liquidazione di Air France, e di incorrere in una sospensione del pagamento dei loro interessi relativi all'anno durante il quale Air France avrebbe registrato una perdita consolidata superiore al 30% del proprio capitale. Del resto, è significativo che nessuna delle tre banche private che hanno preso effettivamente parte all'investimento controverso abbia voluto sottoscrivere i TSIP.

135 Avendo potuto dunque la Commissione censurare, in forza del suo potere discrezionale di valutazione, l'investimento controverso nel suo complesso, essa non era tenuta ad enucleare l'elemento di aiuto contenuto in ciascuna ORA o TSIP-BSA confrontandolo con le eventuali normali condizioni di mercato, in ispecie con riguardo ai loro tassi d'interesse e di rendimento interno. Questa constatazione è altrettanto valida per quanto riguarda il confronto dei TSIP-BSA con altri titoli assertivamente simili. Infatti, questi elementi comparativi, anche se la Commissione non li ha contestati nel merito, sono irrilevanti, dato che la ricorrente non ha asserito e tanto meno dimostrato che, da un lato, questi altri titoli presentavano rischi analoghi a quelli dei TSIP — in particolare, per quanto riguarda le condizioni sfavorevoli per il loro rimborso in caso di scioglimento o di liquidazione della società

emittente — e, dall'altro, che le società emittenti diverse da Air France si erano trovate, alla data dell'emissione, in una situazione economica e finanziaria analoga a quella di Air France all'inizio del 1993.

136 Con riguardo a quanto precede è altrettanto inutile esaminare se la Commissione abbia o meno ignorato l'autonomia dei BSA rispetto ai TSIP, dichiarando che «il titolare può non esercitare il suo diritto di sottoscrizione e decidere di continuare a percepire gli interessi (...)». Infatti, tanto i BSA quanto i TSIP potevano essere considerati non avere — né insieme né separatamente — un valore reale che avrebbe giustificato, nell'ottica di un investitore privato avveduto, un investimento della consistenza di quello compiuto dalla CDC-P, vale a dire dalla Caisse.

137 Lo stesso dicasi per il fatto che nella citata decisione 27 luglio 1994, 94/653 (v. precedente punto 26), la Commissione ha considerato le ORA capitale proprio assimilato di Air France ed i TSIP-BSA debiti. Infatti, in considerazione delle caratteristiche dei TSIP e del loro valore reale, come esposti in precedenza, la questione se la definizione fornita in questa decisione 94/653 per stabilire l'indice di indebitamento di Air France sia conforme alle norme relative alla compilazione del bilancio può invero essere sollevata in un'eventuale controversia riguardante quest'ultima decisione, ma non è pertinente nel presente contesto.

138 Infine, in quanto la ricorrente rileva il possibile aumento di valore delle azioni di Air France in seguito alla sua auspicata privatizzazione dopo le elezioni legislative francesi, è sufficiente rilevare che nel caso di specie queste prospettive sono estremamente vaghe e non possono essere considerate dunque motivi validi per indurre un investitore privato avveduto a investire somme corrispondenti all'investimento della CDC-P, vale a dire della Caisse.

- 139 Da quanto precede discende che l'argomento relativo ad un errore nell'applicazione del principio dell'investitore privato razionale con riguardo alle caratteristiche dei titoli emessi deve del pari essere respinto.

Quanto alla censura relativa ad un errore nell'esame della portata delle sottoscrizioni degli altri azionisti privati di Air France e della portata di altri investimenti in Air France

— Argomenti delle parti

- 140 La ricorrente rimprovera alla Commissione di essersi limitata a rilevare nella decisione impugnata che le quote detenute dagli azionisti privati di Air France rappresentano solo lo 0,132% del suo capitale, che la quota di titoli da essi sottoscritti è dunque quasi irrilevante e che una banca d'investimento può decidere di fare alcuni investimenti a rischio per diversificare il suo portafoglio. Orbene, secondo la ricorrente, occorre sottolineare che niente obbligava gli investitori privati che, nella loro qualità di azionisti, erano a conoscenza della situazione di Air France a sottoscrivere le emissioni controverse.
- 141 La ricorrente aggiunge che, conformemente alla citata sentenza 21 marzo 1991, causa C-305/89, Italia/Commissione (punti 19 e 20), la Commissione avrebbe dovuto esaminare i rischi assunti dagli investitori privati rispetto alla loro disponibilità finanziaria, onde valutare se sarebbero stati indotti, avendo le stesse dimensioni della CDC-P, ad investire 1,5 miliardi di FF. Orbene, l'analisi della Commissione si sarebbe limitata ad accertare il valore assoluto degli investimenti privati.
- 142 Inoltre, la Commissione non avrebbe tenuto conto del fatto che gli investitori privati desideravano acquistare un numero di titoli proporzionalmente superiore alle loro rispettive quote nel capitale di Air France, essendo stata tuttavia la loro sottoscrizione limitata, onde evitare che la sottoscrizione controversa fosse considerata, ai sensi della normativa nazionale, una privatizzazione parziale.

143 Tuttavia, la ricorrente confuta l'argomentazione prospettata dalla Commissione secondo la quale la normativa in materia di privatizzazione parziale sarebbe la causa della scarsa partecipazione degli altri azionisti privati di Air France alle emissioni controverse. In realtà, le richieste di questi azionisti non avrebbero potuto essere soddisfatte nella loro totalità, in quanto lo Stato francese aveva rinunciato al suo diritto di opzione per la sottoscrizione e alla CDC-P era stata assegnata la porzione maggiore dei titoli rimasti disponibili. Orbene, la CDC-P non avrebbe inteso rinunciare al diritto di sottoscrizione conferitole in forza delle clausole del contratto di emissione.

144 Nella replica la ricorrente ha menzionato, nel passaggio relativo alla valutazione dei TSIP (v. il precedente punto 114), due prestiti obbligazionari di 1,5 miliardi di FF ciascuno emessi da Air France nel febbraio e nel giugno 1993, sotto la direzione del Crédit Lyonnais. All'udienza essa ha precisato quest'ultimo elemento sottolineando che nel periodo controverso altri investitori privati hanno manifestato così la loro fiducia nelle capacità economiche e finanziarie di Air France. Essa avrebbe potuto quindi emettere nel febbraio e nel giugno 1993, presso un consorzio di cinque banche, obbligazioni pari a 3 miliardi di FF e nell'ottobre 1993 un prestito di 300 milioni di FF, che sarebbe stato integralmente sottoscritto da una banca privata americana (v. il precedente punto 14). Le cinque banche — nazionalizzate e private — avrebbero collocato queste obbligazioni presso altri investitori privati, come le casse pensioni. Orbene, tutti questi investitori privati avrebbero necessariamente compiuto la stessa analisi positiva della CDC-P per quel che riguarda le prospettive economiche e finanziarie di Air France. Peraltro, i grandi costruttori di aerei avrebbero del pari confidato in Air France, poiché nel 1993 le hanno venduto, con contratti di finanziamento, otto aerei per un importo pari a 3 miliardi di FF.

145 La Commissione fa riferimento alle considerazioni svolte nella decisione impugnata (GU pagg. 31 e 32) e ricorda l'esiguità dei titoli sottoscritti dagli azionisti privati di Air France. Anche tenendo conto della volontà di questi azionisti di sottoscrivere i titoli controversi per un importo superiore, quest'importo complessivo (circa 26 milioni di FF) rappresenterebbe soltanto il 3,3% dell'intera emissione, vale a dire un investimento poco rilevante, che non comporta un rischio particolare per gli azionisti privati. Peraltro, soltanto la CDC-P, in virtù del suo status di ente pubblico, sarebbe stata in grado di sottoscrivere le ORA alle quali aveva rinunciato lo Stato francese. Se la CDC-P ha potuto sottoscrivere il 99,7% delle ORA,

sarebbe proprio perché il diritto degli azionisti privati era limitato ai sensi della normativa francese in materia di privatizzazione parziale e perché il diritto non esercitato dallo Stato poteva esserlo solo dalla CDC-P.

- 146 Quanto all'argomento svolto dalla ricorrente all'udienza (v. il precedente punto 144), la Commissione ha fatto valere nella stessa udienza che si trattava di argomenti nuovi che non precisano né le banche coinvolte né le caratteristiche dei titoli emessi.
- 147 Inoltre, essa ricorda che la situazione finanziaria di Air France era analoga a quella dell'impresa Boussac Saint Frères esaminata dalla citata sentenza Francia/Commissione (punto 40), nella quale la Corte ha dichiarato che investimenti privati ben più esigui dei conferimenti pubblici non impediscono di considerare aiuti di Stato le misure di cui trattasi, quando l'impresa beneficiaria non sarebbe stata in grado di reperire sul mercato dei capitali i fondi necessari e, a causa della sua situazione finanziaria, non si poteva contare su una redditività accettabile degli investimenti in un termine ragionevole.

— Giudizio del Tribunale

- 148 Per quanto riguarda la partecipazione dei tre azionisti privati all'investimento controverso, si deve ricordare che la decisione impugnata illustra in modo circostanziato che taluni azionisti privati, vale a dire alcuni dipendenti di Air France, la Bank of New York/Londres, la Bankers Trust INT. PLC e la Granite Capital LP, hanno sottoscritto alcune ORA e alcuni TSIP, precisando che nessuna banca ha sottoscritto i TSIP. Tuttavia, la decisione sottolinea che le quote detenute dagli azionisti privati di Air France rappresentano soltanto lo 0,132% del suo capitale e che la quota delle ORA e dei TSIP da essi sottoscritte è quasi irrilevante (4 516 ORA su 1 877 526 e 14 TSIP su 483 456). Pertanto, la partecipazione degli investitori privati alla sottoscrizione delle ORA e dei TSIP-BSA non potrebbe escludere la possibilità che i conferimenti di capitali siano un aiuto di Stato. Infine, il fatto per le tre banche di aver chiesto di sottoscrivere le ORA per 25,9 milioni di FF — vale a dire 9,9 per la Bank of New York/Londres, 7,9 per la Bankers Trust

INT. PLC e 7,9 per la Granite Capital LP — non avrebbe un significato determinante, dato che le 65 025 ORA che le tre banche intendevano sottoscrivere rappresenterebbero solo una piccola percentuale (3,3%) del numero complessivo delle ORA che tutti gli investitori intendevano sottoscrivere (1 942 760).

149 Al riguardo occorre riconoscere che, alla luce degli elementi di valutazione in suo possesso e nell'ambito del suo potere discrezionale in materia, la Commissione poteva ragionevolmente ritenere che sia il valore dei titoli che gli investitori privati hanno effettivamente sottoscritto, sia quello dei titoli che essi hanno inteso sottoscrivere fossero notevolmente più bassi del valore complessivo dei titoli che la CDC-P, facente parte del settore pubblico, ha sottoscritto. Essa era dunque legittimata a concludere, senza commettere un errore manifesto di valutazione, che le intenzioni degli investitori privati, manifestatesi nella fattispecie, non dimostravano che un investitore privato avveduto delle stesse dimensioni della CDC-P, vale a dire anche della Caisse, avrebbe rischiato di investire 1,5 miliardi di FF nella compagnia Air France.

150 In quanto la ricorrente fa riferimento ai tre prestiti obbligazionari dei mesi di febbraio, giugno e ottobre 1993, si deve ricordare che la decisione impugnata menziona i due primi prestiti rilevando che, alla fine del 1992, il bilancio del gruppo Air France mostrava una temporanea distorsione a favore dei debiti a breve termine e che «questa situazione è stata corretta con due emissioni obbligazionarie a lungo termine nel marzo e nel giugno 1993, per un importo complessivo di 3 miliardi di FF» (GU pag. 30). Inoltre, nel controricorso (punto 100) la Commissione ha fatto riferimento al prospetto di prestito del febbraio 1993, munito del visto della COB apposto il 25 gennaio 1993 (tre pagine del quale sono state annesse come allegato 23 al controricorso), per dimostrare che la previsione di una perdita di 3,2 miliardi di FF era già nota all'epoca.

151 Al riguardo va ricordato anzitutto che il confronto fra i titoli di cui trattasi nel caso di specie ed altri tipi di titoli, come i tre prestiti obbligazionari dedotti dalla ricorrente, è irrilevante, in quanto la ricorrente non ha asserito, e tanto meno dimostrato, che questi prestiti — rimborsabili dopo un determinato periodo — hanno

caratteristiche simili ai rischi specifici delle ORA e dei TSIP-BSA. Infatti, la ricorrente non ha fornito alcuna precisazione in ordine a questi prestiti (durata complessiva, tasso d'interesse, ammortamento, grado dei crediti, eventuale ammissibilità in Borsa, ecc.). Essa non si è neppure espressa sulle banche che hanno sottoscritto questi prestiti, né sugli investitori privati presso i quali sarebbero stati alla fine collocati i prestiti (dimensioni, eventuali diversificazioni, entità dei rischi corsi con la sottoscrizione dei prestiti). L'argomento relativo a questi prestiti non dimostra, pertanto, nessun errore manifesto di valutazione della Commissione e non può dunque essere accolto.

152 Lo stesso dicasi per la censura relativa alla vendita di aerei ad Air France in base a contratti di finanziamento, dato che la ricorrente non ha fornito alcun dettaglio in ordine a queste vendite, in particolare per quanto riguarda le modalità di trasferimento della proprietà.

153 Da tutto quanto precede discende che l'argomento relativo ad un errore nell'esame della portata degli investimenti privati dedotti va del pari respinto.

154 Poiché nessuno degli argomenti addotti a sostegno della seconda parte del primo motivo è fondato, questa parte non può essere accolta. Di conseguenza, il primo motivo va disatteso nel suo complesso.

2. Sul motivo relativo ad una violazione dell'art. 190 del Trattato

Argomenti delle parti

155 La ricorrente considera che la decisione impugnata debba essere annullata per difetto di motivazione. Infatti, il potere della Commissione di ingiungere agli Stati membri di ordinare la restituzione degli aiuti di Stato illegittimi si estenderebbe

solo agli elementi di aiuto, vale a dire, nella fattispecie, alla differenza fra il tasso di rendimento abitualmente offerto sul mercato finanziario per prodotti analoghi ai titoli emessi da Air France e il tasso di rendimento offerto nell'ambito delle emissioni controverse. Pertanto, la decisione impugnata non dimostrerebbe affatto che l'importo di cui è ordinata la restituzione, previa detrazione degli interessi, configuri elementi di aiuto. La Commissione sarebbe dunque venuta meno all'obbligo di motivare la decisione con cui viene ordinata la restituzione dell'importo delle sottoscrizioni.

156 La ricorrente rimprovera alla Commissione di aver esaminato le emissioni controverse come se si trattasse di una semplice partecipazione in Air France e di aver prescritto il recupero dell'intero importo dell'investimento della CDC-P, previa detrazione degli interessi. Orbene, per motivare effettivamente la decisione impugnata, la Commissione avrebbe dovuto spiegare — tenuto conto della specificità dei titoli emessi e, in particolare, del fatto che essi prevedevano il pagamento di interessi mensili fino al 2000 — perché il tasso di rendimento offerto non corrispondesse al rischio dell'investimento. Anche se si considerasse che il valore delle azioni di Air France sarebbe nullo nel 2000, un esame circa l'effettivo vantaggio economico di cui aveva goduto Air France avrebbe presupposto che fosse effettuato un confronto fra il tasso d'interesse previsto dal contratto di emissione delle ORA ed i tassi normalmente praticati sul mercato dei prestiti a lungo termine. Analogamente, per quel che riguarda i TSIP-BSA, la Commissione avrebbe dovuto esaminare le condizioni di remunerazione dei titoli emessi.

157 A mo' d'esempio, la ricorrente rinvia alla decisione della Commissione 29 marzo 1988, 88/454/CEE, relativa agli aiuti concessi dal governo francese al gruppo Renault, la cui attività è imperniata principalmente sulla produzione di autoveicoli (GU L 220, pag. 30), nella quale sono stati quantificati gli elementi di aiuto compresi in tutte le somme ricevute dal gruppo Renault. Rilevando che erano stati concessi prestiti ad un tasso inferiore a quello di riferimento del mercato, la Commissione avrebbe calcolato la differenza fra questi tassi, onde enucleare l'importo dell'abbuono concesso e, quindi, l'aiuto consentito. Orbene, nella fattispecie la Commissione non avrebbe effettuato alcuna analisi economica che le consentisse di stabilire l'effettivo vantaggio economico di cui avrebbe goduto Air France in virtù delle emissioni controverse.

- 158 La ricorrente aggiunge che nella decisione impugnata la Commissione non ha precisato altri elementi, tanto giuridici quanto economici e finanziari, a sostegno del ragionamento relativo alla definizione degli investimenti controversi. Essa fa riferimento alla mancata definizione della natura statale della CDC-P e alle analisi errate in ordine alla data della decisione di investire, in ordine all'applicazione del principio dell'investitore privato razionale e in ordine al contesto generale della decisione di investimento. Inoltre, essa sottolinea la mancanza nella decisione impugnata di qualsiasi elemento idoneo a fornire la minima prova di una previa istruzione di un'autorità statale, la mancata analisi della situazione dei mercati finanziari nel periodo controverso e la mancanza di qualsiasi confronto con prodotti finanziari aventi caratteristiche analoghe alle ORA e ai TSIP-BSA emessi da Air France.
- 159 La Commissione, dopo aver sottolineato il suo potere di ingiungere agli Stati membri di ordinare la restituzione degli aiuti incompatibili con il mercato comune, ricorda la giurisprudenza della Corte relativa alla finalità e alla portata del dovere di motivazione imposto dall'art. 190 del Trattato, sia in generale sia nel settore specifico degli aiuti di Stato. Orbene, nella fattispecie essa avrebbe informato il governo francese, prima dell'apertura stessa del procedimento ex art. 93, n. 2, che qualsiasi beneficiario di un aiuto erogato illegittimamente poteva essere costretto a restituire questo aiuto. Poiché la motivazione della restituzione dell'importo complessivo dell'aiuto non va considerata isolatamente, ma va ricollocata nell'ambito della stessa decisione (v. citata sentenza 21 marzo 1991, causa C-303/88, Italia/Commissione, punto 54), la Commissione considera che la decisione impugnata nel caso di specie contenga una motivazione sufficiente.
- 160 Infine, essa osserva di aver ampiamente spiegato nella decisione impugnata che la situazione finanziaria di Air France, nel momento della sottoscrizione di cui trattasi, era catastrofica al punto che nessun investitore privato avveduto avrebbe investito in questa compagnia. La Commissione considera che, descrivendo questa situazione e dimostrando la natura insolita dei titoli emessi nella fattispecie, essa si è conformata alle esigenze della giurisprudenza relativa al dovere di motivazione. La motivazione contenuta nella decisione impugnata consentirebbe dunque di comprendere i motivi per i quali veniva ordinata la restituzione dell'importo integrale dell'investimento controverso.

Giudizio del Tribunale

- 161 L'obbligo incumbente alle istituzioni comunitarie in forza dell'art. 190 del Trattato di motivare le loro decisioni mira a consentire al giudice comunitario di esercitare il suo sindacato di legittimità e all'interessato di conoscere le giustificazioni del provvedimento adottato per poter tutelare i propri diritti e verificare se la decisione sia o meno fondata (v., ad esempio, sentenza della Corte 17 gennaio 1984, cause riunite 43/82 e 63/82, VBVB e VBBB/Commissione, Racc. pag. 19, punto 22).
- 162 Al riguardo la decisione impugnata contiene nel suo complesso una motivazione sufficiente a sostegno dell'art. 1 di questa decisione, a tenore del quale l'investimento controverso costituisce un aiuto di Stato illegittimo e incompatibile con il mercato comune. Infatti, come si evince dall'esame del primo motivo dedotto dalla ricorrente, essa è stata pienamente in grado di tutelare i propri diritti, così come il Tribunale è stato in grado di esercitare il proprio sindacato giurisdizionale.
- 163 Lo stesso dicasi per quanto riguarda la motivazione dell'art. 2, che ingiunge alla Repubblica francese di ordinare la restituzione dell'aiuto di Stato, previa detrazione degli interessi versati. Infatti, la parte X della decisione impugnata osserva che il recupero dell'aiuto illegittimo è necessario per ripristinare la situazione preesistente eliminando tutti i vantaggi finanziari dei quali il destinatario ha indebitamente goduto dalla data di concessione dell'aiuto. Dato che la Commissione ha censurato il principio stesso dell'investimento controverso, vale a dire il conferimento dei capitali in quanto tale, e non le modalità di remunerazione di questi capitali, tale motivazione va considerata sufficiente.
- 164 La ricorrente rimprovera alla Commissione di non aver adottato la misura meno rigorosa consistente nell'ordinare soltanto la modifica dell'aiuto controverso ai sensi dell'art. 93, n. 2, primo comma, del Trattato. In quanto la ricorrente fa riferimento su questo punto alla citata decisione 29 marzo 1988, 88/454 (Renault), è

sufficiente rilevare che in essa la Commissione non si è limitata a ordinare tale modifica; l'art. 2 della decisione ingiunge, anzi, allo Stato membro interessato di sopprimere l'elemento di aiuto contenuto nei prestiti censurati, «chiedendone il rimborso o imponendo un tasso d'interesse conforme al tasso di mercato».

165 Occorre aggiungere che nella fattispecie la Commissione non era obbligata a valutare il vantaggio economico concreto di cui aveva goduto Air France rispetto alle condizioni di mercato. Dato che tale operazione avrebbe richiesto valutazioni economiche particolarmente complesse, riguardanti in particolare i mercati dei prestiti e delle obbligazioni in Francia, la Commissione poteva limitarsi all'accertamento complessivo della sproporzione tra i rischi corsi e i vantaggi concessi. Essa non era tenuta a prospettare un'altra emissione di titoli che un investitore privato avveduto avrebbe potuto accettare.

166 Per quanto riguarda un'emissione di titoli molto complessi già sottoscritti e le cui caratteristiche intrinseche non potevano più essere modificate in quanto tali, la Commissione poteva ordinare dunque la restituzione dei capitali conferiti. Non spettava invece ad essa discutere con la Repubblica francese circa l'eventuale erogazione di aiuti ad Air France sotto altre forme e con altre modalità.

167 Ne consegue che neppure il secondo motivo può essere accolto.

168 Non essendo stato accolto nessuno dei motivi dedotti dalla ricorrente, il ricorso va respinto in quanto infondato.

Sulle spese

169 Ai sensi dell'art. 87, n. 2, del regolamento di procedura, la parte soccombente è condannata alle spese, se ne è stata fatta domanda. Poiché la ricorrente è rimasta soccombente, viste le conclusioni della Commissione, essa va condannata alle spese.

Per questi motivi,

IL TRIBUNALE (Seconda Sezione ampliata)

dichiara e statuisce:

- 1) Il ricorso è respinto.
- 2) La ricorrente è condannata alle spese.

Kirschner

Vesterdorf

Bellamy

Kalogeropoulos

Potocki

Così deciso e pronunciato a Lussemburgo il 12 dicembre 1996.

Il cancelliere

Il presidente

H. Jung

H. Kirschner