II

(Актове, приети по силата на Договорите за ЕО/Евратом, чието публикуване не е задължително)

РЕШЕНИЯ

КОМИСИЯ

РЕШЕНИЕ НА КОМИСИЯТА

от 21 октомври 2008 година

относно схема за държавна помощ C 49/06 (ex NN 65/06) приведена в действие от Италия за компенсиране на Poste Italiane за разпространението на пощенски спестовни сертификати

(нотифицирано под номер C(2008) 5585)

(само текстът на италиански език е автентичен)

(текст от значение за ЕИП)

(2009/554/ЕО)

КОМИСИЯТА НА ЕВРОПЕЙСКИТЕ ОБЩНОСТИ,

като взе предвид Договора за създаване на Европейската общност, и по-специално член 88, параграф 2, първа алинея от него,

като взе предвид Споразумението за Европейското икономическо пространство, и по-специално член 62, параграф 1, буква а) от него,

след като покани заинтересованите страни да представят мненията си съгласно горните разпоредби [1] и след като взе предвид техните мнения,

като има предвид, че:

I. ПРОЦЕДУРА

(1) С писмо от 30 декември 2005 г., Associazione Bancaria Italiana (ABI) подаде жалба до Комисията относно различни мерки, за които тя твърди, че са облагодетелствали банковите дейности на Poste Italiane SpA (PI), управлявани чрез изцяло интегриран отдел на PI, наречено Bancoposta.

(2) Според вносителя на жалбата, PI е била свръхкомпенсирана за разпространението на пощенски спестовни продукти от името на Cassa Depositi e Prestiti SpA (Фонд за депозити и заеми — CDP). Твърди се, че второто преимущество се състои в ексклузивното разпространение на тези продукти, които отклоняват потребителите от подобни финансови продукти, разпространявани от търговските банки.

(3) С писмо от 7 февруари 2006 г., Комисията зададе редица въпроси на италианските органи на властта, засягащи по-конкретно пощенските спестовни продукти. След като изиска удължаване на крайния срок за отговор, Италия отговори на въпросите с писмо от 21 април 2006 г. С писмо от 29 юни 2006 г. Комисията зададе допълнителни въпроси; Италия отговори на 31 юли 2006 г. и на 9 август 2006 г.

(4) На 30 март 2006 г. бе проведена среща с италианските органи и представители на PI.

(5) На 20 април 2006 г. Комисията изпрати писмо до ABI, в което изиска разяснение по няколко въпроса; ABI отговори с писмо от 8 юни 2006 г.

(6) С писмо от 22 ноември 2006 г. Комисията информира Италия, че е решила да започне процедурата, установена в член 88, параграф 2 на Договора за ЕО по отношение на тази мярка.

[1] ОВ C 31, 13.2.2007 г., стр. 11.

(7) Решението на Комисията да започне процедурата бе публикувано в *Официален вестник на Европейския съюз* ([2]). Комисията прикани заинтересованите страни да представят своите мнения.

(8) Италианските органи представиха своите мнения в писмо от 2 февруари 2007 г.

(9) ABI отговори с писмо от 13 март 2007 г. С писмо от 20 март 2007 г. Комисията изпрати мнението на ABI до италианските органи, за да им даде възможност да отговорят. Италианските органи отговориха с писмо от 18 април 2007 г.

(10) На 20 март 2007 г. бе проведена среща между ABI и служители на Комисията.

(11) С писмо от 23 март 2007 г., Комисията изиска от ABI допълнителна информация; ABI отговори с писмо от 18 май 2007 г. С писмо от 23 май 2007 г., Комисията предаде получените от ABI наблюдения на италианските органи, които отговориха с писмо от 22 юни 2007 г.

(12) На 25 януари 2008 г. Комисията изиска допълнителна информация от италианските органи, които отговориха на 11 март 2008 г., 13 май 2008 г. и 17 юни 2008 г.

(13) През януари 2007 г., Комисията организира тръжна процедура (2007/S 29—034352) за проучване на възнаграждението за създаването на пощенски спестовни сертификати. При единия от участниците възникна потенциален конфликт на интереси и на 29 юни 2007 г. Комисията изпрати писмо до италианските органи и ABI, в което искаше от тях мнение. Италия отговори с писмо от 5 юли 2007 г.

(14) На 9 ноември 2007 г., след като валидността на предложенията беше изтекла, Комисията организира нова тръжна процедура за възлагане на проучването (COMP/2007)D3/23), а на 20 декември 2007 г. Комисията сключи договор за проучване с независим експерт („експертът“). На 21 юни 2008 г. експертът предаде окончателния доклад от проучването на Комисията.

II. **ТЪРГОВСКАТА ДЕЙНОСТ НА CDP И PI/BANCOPOSTA — СЪОТВЕТНИТЕ ПАЗАРИ**

II.1 **CDP**

(15) CDP е била държавна агенция до края на 2003 г., когато е преобразувана в дружество с ограничена отговорност (SpA). Оттогава до днес CDP остава под контрола на държавата ([3]), въпреки че 30 % от нейния акционерен капитал е прехвърлен на 65 банкови фондации.

(16) Целта на CDP е да насърчава развитието на публичните инвестиции, строителството на местната комунална инфраструктура и основните обществени поръчки за строителство от национален интерес.

(17) От 2003 г. насам дейността на CDP е формално структурирана около две основни сфери на търговия:

— първата сфера, известна като „област на отделно управление“ (*gestione separata*), управлява финансирането на инвестициите от държавата, регионите, местните органи на властта, публичните агенции и други публичноправни субекти. Гарантираните от държавата пощенски спестовни продукти представляват основният източник за финансиране на тези цели

— втората сфера, известна като област на „обичайно управление“ (*gestione ordinaria*), управлява финансирането на строителни работи, заводи, мрежи и оборудване, осигуряването на обществени услуги и на водопроводни системи. За тези цели CDP може да набира средства чрез издаване на ценни книжа, вземане на заеми и други финансови операции без държавни гаранции.

II.2 **PI**

(18) PI е доставчикът на универсални пощенски услуги в Италия, който изпълнява задължението да предоставя универсални пощенски услуги ([4]) съгласно италианското законодателство ([5]) и разпоредбите, управляващи универсалната пощенска услуга. Услугата от общ икономически интерес, която е възложена на PI, не включва финансови услуги.

(19) Освен предоставянето на универсална пощенска услуга, PI предлага интегрирани комуникационни, логистични и финансови продукти и услуги в цяла Италия. Ето и основните цифри ([6]):

([2]) Вж. бележка под линия 1.

([3]) Съгласно член 5 от Декрет-закон № 269 от 30 септември 2003 г., преобразуван в законодателен акт чрез Закон № 326 от 24 ноември 2003 г., акциите на CDP са прехвърлени на държавата. Фондациите и другите публични или частни лица имат право да притежават акции, чийто общ брой не може да превишава половината от всички акции.

([4]) Универсалната услуга включва пренасяне на кореспондентски пратки и адресирани печатни материали с тегло до 2 kg и пощенски колети с тегло до 20 kg, както и услуги, свързани с препоръчани пратки и пратки с обявена стойност.

([5]) Законодателна наредба № 261 от 22 юли 1999 г., публикувана в GU 182, 5.8.1999 г., и Наредба на министерство на комуникациите от 17 април 2000 г., публикувана в GU 102, 4.5.2000 г.

([6]) Източник: интернет страница на PI, февруари 2008 г.

Таблица 1

Финансови стойности на основните сфери на търговска дейност на PI

2006 г.	
Общо персонал (средна годишна стойност)	151 470
Регионални области	9
Клонове	140
Пощенски офиси	13 893
Основни финансови стойности на Poste Italiane Group	
	(милиони евро)
Общ приход	17 055,6
Приходи от продажби и услуги	15 932,2
От които:	
от пощенски услуги	5 339,4
от финансови услуги	4 382,5
от застрахователни услуги	5 993,6
от други услуги	216,7
Други приходи	1 123,3
Нетна печалба	675,7
Пощенски услуги	
Продукти и услуги	обем (брой артикули)
Пощенски пратки (стандартни пратки, пратки с предимство, препоръчани пратки, пратки с обявена стойност, правни документи, други регистрирани пратки)	3 522 792 200
Търговски пратки (Postatarget, каталози, неадресирана поща и др.)	1 887 699 700
Периодични издания (печатни, подаръци, книги и др.)	1 216 045 800
Телеграми, факсимиле, телекс	17 442 800
Експресна доставка (Poste Italiane и SDA)	46 284 600
Колети	16 052 000
Пощенски спестовни продукти	
Спестовни книжки, спестовни сертификати и текущи пощенски сметки: общо	282 408 милиона евро
Животозастрахователни полици: издадени полици	5 989 милиона евро
Conto BancoPosta: брой на текущите сметки	4 880 000
Carta Postepay: брой на издадените карти	2 801 000

(20) Според ежегодния доклад пощенските услуги възлизат на 33,5 % от общия оборот на групата през 2006 г., финансовите услуги възлизат на 27,5 %, а застрахователния бизнес на 37,6 %. Финансовите услуги допринасят с 82 % към оперативната печалба на групата PI, а застрахователните услуги с 18,7 %. При пощенските услуги е налице оперативна загуба в размер на 4 милиона евро.

(21) Преди декември 2003 г. PI е била изцяло собственост на италианската държава. През декември 2003 г. държавата е прехвърлила 35 % от дяловия капитал в PI на CDP. Така PI представлява частноправен субект, контролиран от държавата.

II.2.1. *Пощенски услуги*

(22) Според едно неотдавнашно проучване ([7]), преди прилагането на първата Пощенска директива ([8]) италианският пазар на пощенските услуги е бил относително отворен. Оператори, различни от PI, са имали право да доставят пряка поща и хибридна поща. Някои местни пощенски оператори са доставяли писма в качеството си на подизпълнители на PI. След въвеждането на директивата, доставката на хибридна поща е станала част от запазения сектор, а подизпълнителските отношения са били прекратени. Изходящата и входящата международна поща попада изцяло в сектора, запазен за PI. От 1 януари 2003 г. в италианското законодателство е интегрирана втората Пощенска директива, която предвижда пълно отваряне на европейския пазар на пощенските услуги за конкуренция до 1 януари 2009 г.: тя ограничава запазения сектор до писма с тегло до 100 гр. и три пъти основната тарифа за пратки с предимство ([9]). От 1 януари 2006 г. запазеният сектор се ограничава до писма с тегло до 50 гр и 2,5 пъти основната тарифа за пратки с предимство. Запазеният сектор също така продължава да включва услуги нагоре по веригата и доставка на големи обеми от пощенски пратки. В момента пазарът на пощенски услуги е относително отворен *de jure* за конкуренция откакто доставката на пряка поща беше либерализирана. Разпоредбите за влизане на пазара не се считат за прекалено строги ([10]).

(23) На 19 октомври 2006 г. Комисията предложи нова пощенска директива за пълното изграждане на единния пазар на пощенските услуги в Общността. Тази директива влезе в сила на 27 февруари 2008 г.; тя предвижда забрана на законовия монопол в сферата на пощенските услуги до 31 декември 2010 г., въпреки че някои държави-членки имат право да удължават този срок до декември 2012 г. ([11])

II.2.2. *Финансови услуги*

(24) Президентски указ (*decreto*) № 144 от 14 март 2001 г. определя правилата, управляващи банковите и финансовите услуги, които могат да бъдат предоставяни от PI; тази дейност се извършва от Bancoposta. Услугите включват: събиране на спестявания от обществеността под всякакви форми; предоставяне на разплащателни услуги; посредничество при обмен на валута; популяризиране и предлагане на заеми, предоставени от банки и други упълномощени посредници; извършване на някои инвестиционни услуги (търгуване за сметка на трети страни и извършване и събиране на поръчки, изключвайки по този начин търгуване за собствена сметка и управление на индивидуални портфейли). На PI изрично е забранено да участва във финансиране.

(25) PI/Bancoposta може да се разглежда като институция за депозити и финансов посредник. Макар да не е банка, тя използва многобройните пощенски офиси на PI за своите собствени операции и предлага банкови и други финансови продукти.

(26) С 13 893 офиса, средно най-малко по един в община, PI е най-голямата банкова мрежа в Италия и следва да бъде считана за актив, а не за пасив: повечето от нейните разходи се покриват от тези финансови услуги и не се считат за тежест върху доставчика на универсални услуги ([12]).

(27) В доклад, публикуван през 2004 г. рейтинг агенцията Fitch посочва, че PI/Bancoposta разполага с „капацитет да обхване цялото (италианско) население, който не може да се сравни с капацитета на вътрешните банки в обозримото бъдеще“ ([13]). Освен това от Fitch считат, че PI е заложила „развитието на финансови услуги в основата на (своята) стратегия“.

(28) PI предлага широка гама от финансови услуги, конкуриращи се с продуктите, предлагани от банковата система:

— пряко и непряко събиране на спестявания и предоставяне на заеми,

— разплащателни услуги,

— осигуряване на финансови и инвестиционни продукти.

([7]) ECORYS-NEI, *Развитие на конкуренцията в европейския пощенски сектор*, юли 2005 г.

([8]) Директива 97/67/ЕО на Европейския парламент и на Съвета от 15 декември 1997 година относно общите правила за развитието на вътрешния пазар на пощенските услуги в Общността и за подобряването на качеството на услугата (ОВ L 15, 21.1.1998 г., стр. 14).

([9]) Директива 2002/39/ЕО на Европейския парламент и на Съвета от 10 юни 2002 година за изменение на Директива 97/67/ЕО относно по-нататъшното отваряне на пощенските услуги в Общността за конкуренция (ОВ L 176, 5.7.2002 г., стр. 21).

([10]) Вж. бележка под линия 7.

([11]) Директива 2008/6/ЕО на Европейския парламент и на Съвета от 20 февруари 2008 година за изменение на Директива 97/67/ЕО с оглед пълното изграждане на вътрешния пазар на пощенски услуги в Общността (ОВ L 52, 27.2.2008 г., стр. 3).

([12]) Проучване на PriceWaterhouseCoopers, *Последиците от пълното осъществяване на вътрешния пазар на пощенски услуги през 2009 г. върху универсалната услуга*, окончателен доклад, май 2006 г.

([13]) FitchRatings, специален доклад, *Регулираният европейски пощенски сектор: Утрешните доставки*, 9 юли 2004 г.

(29) Спорният аспект в настоящото решение е събирането на средства и по-специално на пощенски спестовни продукти, при което PI набира средства от името и за сметка на CDP като предоставя спестовни сертификати и спестовни книжки.

(30) През последните няколко години PI значително разшири гамата на своите разплащателни услуги за клиентите, добавяйки към традиционни пощенски инструменти (депозитни разписки за текущи сметки и пощенски парични записи) редица инструменти, предлагани преди само от банките (дебитни и кредитни карти, кредитни преводи или постоянни дебитни нареждания за сметки за комунални услуги) ([14]).

(31) Последно, PI предлага услуги за осигуряване на:

— структурирани облигации, издавани от банките,

— застрахователни полици, издадени от Poste Vita ([15]),

— инвестиционни фондове, управлявани от компанията за управление на активи Bancoposta Fondi SGR ([16]),

— заеми, предоставени от трети страни: потребителските кредити и ипотеките се продават от името на банките.

III. **ОЦЕНЯВАНАТА МЯРКА**

(32) Оценяваната тук мярка е възнаграждението, заплащано от CDP на PI за осигуряването на спестовни сертификати през периода 2000—2006 г.

III.1. **Пощенски спестовни продукти**

(33) Член 1, параграф 1 от Указа (*decreto*) на министерството на икономиката и финансите от октомври 2004 г. във връзка с Декрет-закон № 269 от 30 септември 2003 г. ([17]) определя „пощенски спестовни продукти“ като „събиране на средства със задължение за тяхното изплащане, подкрепено от държавна гаранция, извършвано от CDP SpA чрез Poste Italiane SpA“. Използваните за целта инструменти са пощенски спестовни книжки и пощенски спестовни сертификати.

(34) Член 1, параграф 2 от Указа гласи, че пощенските спестовни продукти, т.е. набирането на средства от страна на CDP чрез PI, представлява услуга от общ икономически интерес.

III.1.1. *Пощенски спестовни книжки*

(35) Пощенските спестовни книжки (*libretti postali*) представляват инструменти за набиране на средства, които са гарантирани от държавата и следователно са с нискорисков профил. Те могат да бъдат регистрирани или на приносител. Основните транзакции с пощенски спестовни книжки са депозиране и теглене на средства.

(36) На 22 ноември 2006 г. Комисията заключи, че възнаграждението, плащано от CDP на PI за осигуряването на пощенски спестовни книжки през периода 2000—2005 г. не представлява държавна помощ по смисъла на член 87, параграф 1 от Договора.

III.1.2. *Спестовни сертификати*

(37) Пощенските спестовни сертификати (*buoni fruttiferi postali*) също представляват инструменти за набиране на средства, които са гарантирани от държавата и следователно са с нискорисков профил; те не могат да бъдат договаряни на пазара, тъй като са непрехвърлими съгласно изрична законова разпоредба; и се възстановяват при поискване, което е еквивалентно на възможността за предсрочно възстановяване от типа, използван в САЩ, позволяващо на вложителите да изискват изплащане по предварително определена цена по всяко време през срока на сертификата. Лихвата се изплаща чрез еднократно плащане при обратното изкупуване и подлежи на данък, удържан при източника, в размер на 12,5 %.

(38) Спестовните сертификати представляват основно облигации с единичен купон, издадени текущо, което означава, че общата сума при издаване не се определя предварително. Услугата по осигуряване, управление и обратно изкупуване на спестовните сертификати и другите операции, свързани с тях, се извършват без комисиона или други такси за записалите капитала. От 2003 г. те могат да бъдат получени на хартиен носител или в електронна форма. Преди 2003 г. се издаваха единствено сертификати на хартиен носител.

(39) Четирите основни категории на спестовните сертификати са следните ([18]):

— Обикновени спестовни сертификати: това са финансови продукти с 20-годишен матуритет и фиксиран годишен доход, който нараства във времето (растяща структура),

([14]) В някои случаи, например при дебитните карти и постоянни дебитни нареждания, услугата се предоставя от самата PI; в други случаи PI/Bancoposta разпространява продукти на трети страни (например кредитни карти, които разпространява от името на банките).

([15]) Poste Vita SpA е изцяло дъщерна фирма на PI.

([16]) Bancoposta Fondi SGR SpA е изцяло дъщерна фирма на PI.

([17]) Публикувано в GU 241, 13.10.2004 г.

([18]) Вж. съображение 32 от решението за откриване на процедурата. През юли 2006 г. CDP започна да издава спестовни сертификати за малолетни лица, чийто матуритет е на осемнадесетия рожден ден на притежателя. Тази категория сертификат попада извън обхвата на решението за откриване и на настоящото решение. При всеки случай фондът от спестовни сертификати за малолетни е незначителен в сравнение с общия фонд на сертификатите: този тип е представлявал 0,3 % от общия брой на 31 декември 2007 г.

— Индексирани спестовни сертификати: при тези сертификати се изплаща фиксирана годишна става, определена при издаването им, плюс премия на датата на падежа, свързана със стойностите на индекса на капиталови инструменти ([19]) (сертификати от този тип са издадени за първи път през 2003 г.) или с инфлацията (сертификати от този тип са издадени за първи път през 2006 г.),

— Спестовни сертификати с фиксиран срок: такива сертификати не са издавани от началото на 2003 г. Те са подобни на обикновените сертификати, но са имали максимален матуритет от седем години,

— Осемнадесетмесечни спестовни сертификати: въведени са през 2005 г., за да попълнят липсата на този конкретен матуритет.

Таблица 2

Наличност от пощенски спестовни сертификати ([20]), по категория, в милиарди евро

Категория на сертификата	Максимален срок на съществуване	Среден срок на съществуване	31.12.2005 г.	31.12.2006 г.
Обикновен	20 години	[7—10] години	121,1	132,2
Индексиран	7 години	[4—7] години ([21])	1,6	3,6
18-месечен	18 месеца	неизвестен ([22])	1,9	8,3
С фиксиран срок	7 години	[4—7 години]	48,6	36,2
Общо			173,1	180,6

([21]) Този срок се отнася до обвързаните със собствения капитал сертификати. Относно обвързаните с инфлацията сертификати вж. бележка под линия 49.
([22]) Италианските органи отбелязват, че средната продължителност на тази категория не е количествено измерима, тъй като тези сертификати се издават едва от септември 2005 г.

III.1.3. *Набраните средства*

(40) Според ABI, размерът на средствата, притежавани от италианските домакинства под формата на инструменти за пощенски спестовни продукти и на основните конкурентни продукти е както следва:

Таблица 3

Средства, притежавани от италианските домакинства под формата на пощенски спестовни инструменти и на конкурентни продукти, в милиарди евро

Финансов инструмент	Дек. 1999 г.	Дек. 2004 г.
Пощенски спестовни сертификати	113	160
Държавни облигации	126	203
Държавни облигации от еврозоната	156	160
Пощенски спестовни книжки	36	60
Банкови спестовни депозити	69	74

Източник: ABI.

([19]) Dow Jones Euro Stoxx 50. Вж. годишния доклад на CDP за 2004 г.
([20]) Фондът включва сертификати, издадени от CDP и от министерство на финансите (последното е преустановило издаването на спестовни сертификати, считано от 2001 г.).

III.2. **Възнаграждение на PI за осигуряване на пощенски спестовни сертификати**

(41) За услугата предлагане на пощенски спестовни сертификати, PI получава годишно заплащане, базирано на последователни споразумения и изменения от 2000 г. до сега:

— споразумението (*convenzione*), обхващащо трите години 1999—2001 г., сключено на 4 август 1999 г. и отменено на 27 октомври 2000 г.,

— споразумението, обхващащо 2001 г., сключено на 10 май 2001 г.,

— споразумението, обхващащо 2002 г., сключено на 26 юли 2002 г.,

— споразумението, обхващащо трите години 2003—2005 г., сключено на 23 октомври 2003 г.; това споразумение бе изменено по отношение на 2004 г. и 2005 г. чрез две допълнителни споразумения между PI и CDP, сключени на 24 декември 2004 г. и 20 октомври 2005 г.,

— споразумението, обхващащо трите години 2006—2008 г., сключено на 30 март 2006 г.

(42) Съгласно тези споразумения, годишното възнаграждение, изплащано на PI, се е състояло от три компонента: i) комисиона върху брутната събирана сума („авансова такса“), зависеща от сумата, събрана чрез спестовните сертификати през годината; ii) комисиона за управление на пакета от пощенски спестовни сертификати; iii) други специфични компоненти, изложени в таблици 4 и 5.

Таблица 4

Възнаграждение за спестовните сертификати съгласно споразуменията

2000 г.	2001 г.	2002 г.	2003 г.	2004 г.	2005 г.	2006 г.
Годишна комисиона върху пакета от неизплатени сертификати: […] (*) ([23])	Годишна комисиона върху пакета от неизплатени сертификати: […]	Годишна комисиона върху пакета от неизплатени сертификати: […]	Годишна комисиона върху пакета от неизплатени сертификати: […] ([24])	Годишна комисиона върху пакета от неизплатени сертификати: […]	Годишна комисиона върху пакета от неизплатени сертификати: […]	Годишна комисиона върху пакета от неизплатени сертификати: […]
Комисиона върху стойността на новите сертификати, записани през годината: […]	Комисиона върху стойността на новите сертификати, записани през годината: […]	Комисиона върху стойността на новите сертификати, записани през годината: […]	Комисиона върху стойността на новите сертификати, записани през годината: […]	Комисиона върху стойността на новите сертификати, записани през годината: […]	Комисиона върху стойността на новите сертификати, записани през годината: […]	Комисиона върху стойността на новите сертификати, записани през годината: […].
Други компоненти: […] ([25])	Други компоненти: […]	Други компоненти: […]	Други компоненти: […]	Други компоненти: […]	Други компоненти: […]	Други компоненти: […]

(*) Търговска тайна.
([23]) […].
([24]) […].
([25]) […].

Таблица 5

Годишно възнаграждение на PI, 2000—2006 г., в милиони евро

	2000 г.	2001 г.	2002 г.	2003 г.	2004 г.	2005 г.	2006 г.
Заплащане за нови записвания:	57	243	123	302	381	487	460
18-месечни						13	50
индексирани				8	7	29	59
с фиксиран срок	25	73	60				
обикновени	32	170	63	293	374	444	351
Заплащане за счетоводни и ръководни дейности:	252	196	194	115	101	96	99
18-месечни	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
индексирани	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
с фиксиран срок	130,6	98,2	94,7	46,9	36,5	26,0	20,6
обикновени	121,4	98,0	98,9	67,6	64,8	69,6	78,0
Заплащане за отпечатване на сертификати на хартиен носител				15	16	18	18
Общо възнаграждение	309	439	316	431	498	600	577

(43) Според годишните отчети на CDP, възнаграждението на PI варира значително в зависимост от обема на събраните средства и осигурява на CDP възможност да поддържа изключителна оперативна гъвкавост и особено добре организирана структура на разходите.

IV. **ОСНОВАНИЯ ЗА ЗАПОЧВАНЕ НА ПРОЦЕДУРАТА**

(44) В решението за откриване на настоящата процедура, на 22 ноември 2006 г. Комисията посочи, че правната рамка, приложима към CDP за предлагане на пощенски спестовни продукти (пощенски спестовни сертификати и спестовни книжки) *de jure* не предоставя никакво ексклузивно право за предлагане.

(45) Но Комисията изрази съмнение дали възнаграждението от CDP на PI за предлагането на спестовните сертификати осигурява подходяща пазарна база за сравнение и особено по отношение на сходните продукти, цитирани от Италия с цел да се покаже, че възнаграждението се извършва по пазарни условия. На този етап Комисията не беше запозната и с точния състав и стойност на различните такси, плащани на PI по отношение на спестовните сертификати от 2000 г. до сега.

(46) Впоследствие Комисията бе сериозно затруднена да прецени дали всички компоненти на възнаграждението за предлагане на спестовните сертификати:

i) са удовлетворили третия и четвъртия тест на решението по делото *Altmark* [26] от 2004 г., и

[26] Решенията по дело C-280/00 *Altmark Trans GmbH and Regierungspräsidium Magdeburg* v *Nahverkehrsgesellschaft Altmark GmbH* [2003] ECR I-7747 и по обединени дела C-34/01—C-38/01 *Enirisorse SpA* v *Ministero delle Finanze* [2003] ECR I-14243.

ii) са отговаряли на пазарните изисквания през периода 2000—2003 г.

(47) Комисията отбеляза, че ако възнаграждението на PI от CDP по отношение на спестовните сертификати представлява държавна помощ, то тя би била сериозно затруднена в преценката си за нейната съвместимост.

V. **МНЕНИЯ НА ЗАИНТЕРЕСОВАНИ СТРАНИ**

(48) Единствено ABI представи своето мнение в хода на процедурата.

(49) В своята жалба от 30 декември 2005 г., ABI посочи, че сумите, платени от CDP на PI, представляват по-високо възнаграждение от:

— законово определените комисиони за предлагане на държавни ценни книжа (BOT, BTP и CTZ) ([27]), и

— получаваните от банките комисиони за предлагане на облигации на трети страни.

(50) ABI заяви, че комисионите за предлагане на корпоративни облигации са в границите между 0,5 % и 6 % в зависимост от редица фактори като рейтинг на емитента, структура на емисията, мрежата за продажби на дребно и степента на сложност на финансовия инструмент. Размерът на комисионите, изисквани от банките за разпространение на банкови облигации за сметка на трети страни, е бил между 1 % и 1,5 % от реализираната сума.

(51) Според ABI заплащането на PI от страна на държавата за предлагане на пощенски спестовни продукти представлява държавна помощ за PI, което е в ущърб на банките, които са щели да имат възможност да предоставят същата услуга при по-добри условия на по-ниска цена за държавата.

(52) С писма от 13 март 2007 г. и 18 май 2007 г., ABI представи допълнителни коментари.

(53) ABI посочи, че възнаграждението за предлагане на пощенски спестовни сертификати трябва да се сравнява с възнаграждението, дължимо за предлагане на BOT или BTP, в зависимост от матуритета. PI е получавала възнаграждение за спестовните сертификати в зависимост от записаната стойност, която е по-висока от таксата за предлагане на държавни облигации (около 195—160 базисни точки), но е получавала възнаграждение и на базата на салдата на спестовните сертификати.

(54) ABI не бе съгласна със заключенията на сравнителното проучване, описано в решението на Комисията от 22 ноември 2006 г., по следните причини:

— Пощенските спестовни сертификати са били издадени от CDP, която е била финансов посредник с рейтинг, равен на рейтинга на италианската държава (A+, Aa2, AA–). Поради това пощенските спестовни сертификати са имали много по-нисък рисков профил от този на корпоративните облигации, т.е. на облигациите, емитирани от нефинансови компании ([28]). При същия рейтинг всяка корпоративна облигация е носела по-висок риск от този на държавните облигации или на облигациите, издадени от финансови компании. Следователно пощенските спестовни сертификати не могат да бъдат сравнявани с корпоративни облигации, които не са издадени от финансови посредници,

([27]) BOT (*buoni ordinari del tesoro*) представляват краткосрочни държавни облигации с нулев купон; BTP (*buoni del tesoro poliennali*) представляват дългосрочни държавни облигации; и CTZ (*certificati del tesoro zero-coupon*) представляват краткосрочни държавни облигации с нулев купон (с максимален матуритет от две години). Комисионните за реализацията на тези ценни книжа са определят със закон.

([28]) Според ABI корпоративните облигации изключват облигации, издадени от финансови компании.

— Обикновените пощенски спестовни сертификати не могат да бъдат сравнявани със структурираните облигации, обвързани с инфлацията. Структурираните облигации, обвързани с инфлацията, предлагат на записалите капитал възвръщаемост, свързана с представянето на предварително определен индекс, докато обикновените пощенски спестовни сертификати предлагат фиксирана възвръщаемост в зависимост от периода, за който се притежават, така че възвръщаемостта от структурираните облигации, обвързани с инфлацията, е потенциално по-голяма, с по-високо ниво на риск.

— за разлика от посоченото в сравнителното проучване, 18-месечните пощенски спестовни сертификати и пощенските спестовни сертификати с фиксиран срок не могат да бъдат договаряни на вторичен пазар.

(55) С писмо от 18 май 2007 г., ABI изпрати на Комисията заключенията от едно проучване, проведено с помощта на консултантска фирма, което е имало за цел да определи кои продукти могат да бъдат сравнявани с пощенските спестовни сертификати и да анализира възнаграждението за тяхното предлагане. Проучването потвърди позициите на ABI и посочи продуктите, съпоставими с пощенските спестовни сертификати, както следва.

Идентифициране на продукти, съпоставими с пощенските спестовни сертификати, и заплащане за тяхното предлагане

(56) Обикновените пощенски спестовни сертификати са съпоставими с BTP. Пощенските спестовни сертификати и BTP са с еднакъв срок на матуритет, риск, доход и данъчни ставки. Заплащането на осигуряване на BTP е 0,30 %—0,40 % от размера на записаната сума.

(57) За разлика от посоченото в сравнителното проучване, цитирано в решението на Комисията от 22 ноември 2006 г., обикновените пощенски спестовни сертификати не могат да бъдат сравнени с:

— корпоративни облигации с рейтинг равен на или по-висок от BBB: пощенските спестовни сертификати имат много по-нисък рисков профил дори когато рейтингът им е еднакъв,

— облигации, обвързани с инфлацията: пощенските спестовни сертификати имат фиксиран доход, зависещ от техния матуритет, а не от инфлационния индекс.

(58) По отношение на сложността на обикновените пощенски спестовни сертификати, ABI заяви, че те попадат извън дефиницията на структурирани продукти, определена от Banca d'Italia. Фактът, че пощенските спестовни сертификати са предмет на опция, еквивалентна на възможността за предсрочно възстановяване, не оправдава по-високото заплащане за тяхното предлагане. Тази опция има по-скоро характер на гаранция за записалото капитала лице, което има право да прекрати инвестицията по всяко време, и не засяга структурата на сигурността или на съответното ниво на риска.

(59) 18-месечните пощенски спестовни сертификати биха могли да се сравняват с краткосрочните държавни облигации BOT или CTZ. За разлика от посоченото в сравнителното проучване, 18-месечните пощенски спестовни сертификати не са съпоставими с корпоративни облигации с рейтинг равен на или по-висок от A+, тъй като имат значително по-нисък рисков профил.

(60) Комисионите за предлагане на BOT варират между 0,05 % и 0,30 % от размера на записаната сума в зависимост от матуритета (това възнаграждение се плаща от инвеститора на оператора, предлагащ облигацията). Заплащането за предлагането на CTZ е 0,20 % от размера на записаната сума.

(61) Пощенските спестовни сертификати с фиксиран срок са съпоставими с държавни облигации като BOT, CTZ или BTP в зависимост от остатъчния срок на съществуване на спестовния сертификат.

(62) Обвързаните с инфлацията пощенски спестовни сертификати са съпоставими с облигации BTPEURi (средно- и дългосрочни държавни облигации, индексирани с инфлационния индекс на еврозоната). Те не могат да се сравняват с корпоративните облигации, обвързани със собствения капитал, тъй като техният рисков профил е много по-нисък, а доходът от тях не е обвързан с набор от финансови инструменти както дохода от капиталовите облигации, а с инфлационния индекс.

(63) Комисионните за предлагане на облигации BTPEUR възлизат на 0,40 % от размера на записаната сума.

(64) Обвързаните с индекси пощенски спестовни сертификати са съпоставими с обвързаните с индекси облигации, емитирани от финансови компании (въпреки че рисковият профил е по-нисък при пощенските спестовни сертификати). Те не могат да бъдат сравнявани с корпоративни облигации, тъй като CDP е била финансов посредник.

(65) Комисионите за предлагане на финансови облигации, обвързани с определен индекс, варират между 1 % и 2,5 % от размера на записаната сума.

(66) Първоначално ABI заяви, че пощенските спестовни сертификати могат да бъдат сравнявани с взаимните фондове, инвестиращи в държавни облигации от еврозоната; писмото на ABI от 18 май 2007 г. не се връща към този аргумент, въпреки че не предлага обяснение.

Структура на заплащането

(67) ABI посочи два възможни сценария за предлагане на продукти, съпоставими с пощенските спестовни сертификати. Тези продукти или се предлагат от оператор, получаващ заплащане единствено за предлагането, а емитентът поема разходите за управление, или продуктите се предлагат и управляват от оператор, получаващ заплащане за двете дейности, като в този случай не е лесно да се разграничат двата компонента на възнаграждението, предлагането от една и отчетното и административното управление от друга. Проучването показа, че пазарната практика не позволява да бъде направено разграничение между частта от комисионата, свързана единствено с предлагането, частта, свързана с отчетното и административното управление и частта, свързана с изготвянето на облигации на хартиен носител.

(68) Влияние върху нивото на заплащането оказва сложността на облигациите, рейтингът на емитента, мрежата за предлагане, матуритетът, репутацията на емитента, структурата на емисията и законовите ограничения (задължения на емитетента съгласно законодателството или лицензите).

(69) Пощенските спестовни сертификати с държавна гаранция, имат много по-нисък рисков профил от този на корпоративните облигации, както е видно от факта, че вътрешния процент на възвръщаемост от една държавна облгиация е винаги по-нисък от този на една корпоративна облигация с еквивалентен рейтинг. През последните 10 години, наказателната лихва при независимите облигации с рейтинг „Aa“ е била 0, докато наказателната лихва при корпоративните облигации с рейтинг „Aa“ е била 0,59 %.

(70) В резултат на това не бе възможно да се определи заплащането при пазарни условия за изготвяне на облигации върху хартиен носител, тъй като финансовите пазари в момента работят почти изцяло с безналични продукти.

VI. **МНЕНИЯ НА ИТАЛИЯ**

Сравнителното проучване

(71) Мнението на Италия се основава на резултатите от сравнителното проучване, проведено през януари 2006 г., с цел да се подготви сключването на споразумението, обхващащо трите години 2006—2008 г., чиято задача е да определи възнаграждението на CDP и PI при пазарни условия за пощенските спестовни продукти („сравнителното проучване“).

(72) Методиката на сравнителното проучване се състоеше от шест последователни стъпки:

i) идентифициране на основните характеристики на всеки пощенски спестовен продукт;

ii) идентифициране на сравним финансов инструмент за всеки пощенски спестовен продукт;

iii) определяне на референтна извадка;

iv) идентифициране на икономическите компоненти, които трябва да бъдат сравнени;

v) определяне на ставката на възнаграждение; и

vi) сравнение на ставката на възнаграждение със ставката, плащана от CDP на PI.

(73) Сравнителното проучване установи, че нивото на таксите за осигуряване се влияе от три фактора: профила на риска/възвращаемостта, сложността на договора (дали гаранцията е структуриран или традиционен инструмент) ([29]) и матуритета.

(74) Италия по-специално настоя, че заплащането за предлагането на пощенски спестовни сертификати не може да се сравнява със заплащането за предлагането на държавни облигации, тъй като:

— двете продуктови семейства са различни по своята същност: пощенските инвестиционни сертификати включват възможност за предсрочно възстановяване за инвеститора (вж. съображение 37), което означава, че те са по-сложен финансов продукт от обикновените облигации и могат да се считат за напълно структурирани облигации,

— в допълнение към предлагането PI е осъществявала отчетно и административно управление на спестовните сертификати, услуга, която не се изисква от банките, които предлагат държавни ценни книжа.

(75) Основните заключения от сравнителното проучване бяха следните:

— пазарните анализи на дългосрочните пощенски спестовни сертификати са структурирани инструменти като обвързаните с инфлацията и обвързаните със собствения капитал корпоративни облигации ([30]) с рейтинг, еквивалентен или по-висок от рейтинга на „BBB“ на Standard and Poor или „Baa2“ на Moody, или като взаимните фондове, инвестиращи в държавни облигации от еврозоната. Взаимните фондове наподобяват пощенските спестовни сертификати по това, че са издавани текущо, а записалото капитала лице може по всяко време да изиска изплащане на капитала и на натрупаната лихва; друга прилика е тази, че компанията, управляваща фонда, извършва административно управление на ценните книжа. Проучването сравни различни елементи от заплащането за предлагането на взаимните фондове с тези на пощенските спестовни сертификати и стигна до заключението, че те са съгласувани с пазарните ставки за тези пазарни анализи ([31]),

([29]) „Обикновени“ е израз, използван обикновено със следното значение: „най-основният или стандартен вариант на финансов инструмент, обикновено опции, облигации, фючърси и суапове“ — www.investopedia.com, цитирано от независимия експерт на Комисията.

([30]) Италия използва общия термин „корпоративни облигации“, но референтната извадка, използвана в сравнителното проучване, се състои основно от облигации, издадени от банки (вж. стр. 7 в писмото на италианските органи от 22 юни 2007 г.). Следователно терминът „корпоративен“ се използва в широк смисъл и обхваща облигации, издадени не само от индустриални корпорации, но и от банки.

([31]) Симулацията беше основана на комисионите за осигуряване и годишната комисиона за управление, върната на разпространителя в рамките на една година, умножена по условния период, за който ще бъде притежаван фондът, който се приема за равен на средната продължителност на пощенските спестовни облигации. За инвестиращите в облигации фондове таксата за записване варира между 0,70 % и 2,20 %, а таксата за управление между 0,80 % и 1,05 %, въпреки че някои взаимни фондове прилагат единствено такса за управление.

— при 18-месечните пощенски спестовни сертификати не бяха открити съответстващи пазарни анализи и затова сравнителното проучване направи екстраполация на такса от корпоративните облигации с най-краткосрочния матуритет с минимален рейтинг „A–“ на Standard & Poor или „A3“ на Moody, допускайки линейно разпределение на таксите за предлагане,

— сравнителното проучване установи, че пощенските спестовни сертификати не са съпоставими с държавните облигации, тъй като държавните облигации са обикновени облигации, докато пощенските спестовни сертификати са по-сложни (вж. съображение 38),

— сравнителното проучване установи, че пазарните ставки и ставките, приложими към CDP и PI на базата на референтна извадка от корпоративните облигации, са както показаните в таблица 6.

Таблица 6

Пазарни такси за референтна извадка на структурирани корпоративни облигации през периода 2006—2008 г. и такси, приложими към CDP и PI (%)

Категория на сертификата		Сравнителна стойност		Заплащане за PI
		Мин.	Макс.	
Обикновен	заплащане на базата на събраната сума	1,35	3,05	[…] ([32])
Индексиран	заплащане на базата на събраната сума	1,80	3,45	[…] ([33])
18-месечен	заплащане на базата на събраната сума	0,48	1,25	[…]

([32]) […].
([33]) […].

(76) Както е показано в таблицата, сравнителното проучване, след анализиране на извадка от съпоставими облигации, стигна до заключението, че таксите за предлагане на пощенски спестовни сертификати попадат в граници, които не са по-високи от границите за съпоставимите финансови продукти.

(77) В сравнителното проучване също така бе отбелязано, че ако PI не спази целевите стойности, заложени в споразумението за нетните средства, набирани под формата на пощенски спестовни сертификати, заплащането може да бъде намалено. Тъй като пощенските спестовни сертификати се изплащат при поискване, за разлика от облигациите, PI трябва да управлява системата внимателно, за да достигне всички поставени цели.

(78) По отношение на заплащането за управление на безналични пощенски спестовни сертификати, сравнителното проучване предложи като критерии да служат нивата на таксите, изисквани от посредниците от Monte Titoli SpA за централно управление на ценни книжа: нивото на тази част от заплащането е отговаря на пазарните изисквания (попада в обхвата 0,002 %—0,0023 % в зависимост от наличния обем на безналични пощенски спестовни сертификати). При все това, в случая със спестовните сертификати на хартиен носител не бе възможно да бъде извършен сравнителен анализ на италианския банков пазар, тъй като този тип пощенски спестовен сертификат бе единственият сертификат на хартиен носител, останал на пазара.

Мнения на Италия след започване на официалната процедура по разследване

(79) В своите писма от 2 февруари 2007 г., 18 април 2007 г., 22 юни 2007 г., 11 март 2008 г., 13 май 2008 г. и 17 юни 2008 г., основните мнения на Италия бяха следните.

(80) Италия заяви, че възнаграждението, изплащано на PI за предлагането на пощенски спестовни сертификати от 2000 г. насам, съответства на пазарните условия, както и че то представлява максималното възнаграждение, което се плаща на PI единствено ако са достигнати целите, свързани с брутната сума, събрана от пощенски спестовни сертификати. По тази причина бе трудно това възнаграждение да бъде сравнено с възнаграждението, получавано от други оператори за предлагане на сходни продукти.

(81) При идентифицирането на съпоставими продукти и заплащането за тези продукти, Италия се позова на резултатите от сравнителното проучване.

(82) Италия отбеляза, че възнаграждението за предлагане на пощенски спестовни сертификати е по-ниско от възнаграждението за предлагане на пощенски спестовни книжки, за което в решение на Комисията от 22 ноември 2006 г. е установено, че съответства на пазарните условия. Това е така, защото средният срок на пощенските спестовни сертификати е около [7—10] години, а ако възнаграждението в размер на 2,63 % за предлагане на сертификатите бъде разпределено върху този период, годишното възнаграждение за тяхното предлагане става […] %, което е по-ниско от годишното възнаграждение за разпространение на пощенски спестовни книжки, а именно 0,90 %. Вярно е обаче, че съществуват разлики между двата продукта: пощенските спестовни книжки са краткосрочни финансови продукти, докато пощенските спестовни сертификати са от средносрочни до дългосрочни; също така пощенските спестовни книжки са прости продукти, а пощенските спестовни сертификати са сложни структурирани продукти.

(83) Финансови продукти на хартиен носител се срещат изключително рядко на пазара, но пощенските спестовни сертификати могат да бъдат считани за съпоставими с депозитните сертификати, издавани от банките (*certificati di deposito* — CD). За тези сертфикати записалите капитал лица са платили на банката еднократна такса между 4,50 EUR и 9,30 EUR за сертификат независимо от размера на депозита и матуритета. Средният срок на депозитните сертификати е 24 месеца, така че кредитните институции са събирали средна годишна такса между 2,25 EUR и 4,65 EUR за сертификат. Като се приема, че средната стойност на един пощенски спестовен сертификат е 2 000 EUR, и като се приложи процентното възнаграждение на PI (0,11 %) към тази стойност, годишната такса за един сертификат на хартия е 2,20 EUR, което съответства на комисионата за депозитните сертификати.

(84) По отношение на таксата за изготвяне на сертификати на хартия, сравнима ценна книга на хартиен носител е хартиеният сертификат, представляващ собственост във взаимен фонд, чиято средна стойност е някъде между 10 EUR и 20 EUR за сертификат. Следователно възнаграждението на PI в размер на 1,70 EUR за сертификат е обосновано.

(85) По отношение на маржа за предлагане на пощенски спестовни сертификати Италия отбеляза, че тези сертификати са една от по-широк спектър от финансови услуги, предлагани на клиентите на PI за постигане на най-подходящото разпределение на активи. Маржът за услугите на Bancoposta ([…] % през 2005 г.) е бил по-нисък от маржа на съпоставимите услуги, предлагани от търговските банки (35 %).

(86) Италия посочи, че с цел да бъде установено дали съществува или не икономическо преимущество за PI, не е било необходимо възнаграждението за съпоставимите продукти да бъде разделено на отделни компоненти: достатъчно е било да се сравни общото възнаграждение по отношение на пощенските спестовни сертификати с възнаграждението за съпоставимите продукти.

(87) По въпроса за съответствието с инвеститорския принцип на пазарната икономика, Италия заяви, че механизмите за изчисляване на възнаграждението са разработени на базата на икономическата логика, на която се опират подобни решения на пазара. Поради това въпреки че няма проучвания от 2000 г., възнаграждението все пак е било основано на тези икономически принципи, както се потвърждава впоследствие от сравнителното проучване (вж. таблици 4 и 5).

(88) PI е поддържала отделни сметки за финансовите услуги на дребно като цяло и не е правила разлика между отделните финансови продукти за счетоводни цели. Извършено бе много приблизително сравнение на разходите и приходите за индивидуалните продукти, включително за пощенските спестовни сертификати, единствено с цел да се анализира управлението. Това сравнение показа, че пощенските спестовни сертификати са с по-голяма административна тежест от другите продукти, например текущите сметки. За 2005 г. Италия установи, че най-добрият показател за икономическите и финансовите данни при пощенските спестовни сертификати е брутната доходност от […] % ([34]).

([34]) Въз основа на разделението на сметките от страна на PI и средните стойности за финансовите услуги, коефициентът на доходност за 2005 г. е бил […] %. Предвид допълнителните разходи за управление на пощенските спестовни сертификати, Италия отбеляза, че една разумна стойност на коефициента на доходност на пощенските спестовни сертификати е […] %.

(89) Banca d'Italia посочи, че пощенските спестовни сертификати се квалифицират като структурирани финансови инструменти по следните причини: те са ценни книжа с характер на облигации или при всички случаи с характер на дълг; те са деривативи тъй като включват в себе си дериватен договор от типа на опциите; а двата компонента, облигация и дериват, са неразделни компоненти на един инструмент.

Мнения на Италия относно мнението на ABI

(90) Италия не споделя мнението на ABI относно идентифицирането на продукти, съпоставими с пощенските спестовни сертификати.

(91) Италия заяви, че разликата в ценообразуването между различните емитенти с еквивалентен рейтинг — суверенни (държавни и международни органи), финансови, банкови и корпоративни (индустриални в по-тесен смисъл) — е от порядъка на няколко стотни от един процент: разликата в стойността на финансирането между два пределни диапазона — суверенен и корпоративен — е около 5—6 базисни пункта, а разликата между финансовите и корпоративните е 2—3 базисни пункта. С други думи, при емитентите с еднакъв рейтинг типът на емитента няма значение (държавен, финансова институция, банка и т.н.) и не обезсилва заключенията на проучването, предоставено от Италия. За разлика от потвърденото от ABI, сравнителното проучване използва широкообхватно определение на корпоративните облигации, според което те представляват облигации, издавани не само от индустриални, но и от финансови компании. Освен това, средният рейтинг на пакета, разглеждан в сравнителното проучване, е „AA–“, по-висок от рейтинга на CDP, която издава пощенски спестовни сертификати (A+), или от този на Италия, която ги гарантира (A+).

(92) В допълнение, реализацията на структурирани облигации, издавани от италианските банки PI/Bancoposta са получавали комисиони със среден размер от 2,9 %, които са в съответствие с възнаграждението за предлагане на пощенски спестовни сертификати.

(93) Италия оспори сравнението от страна на ABI между пощенските спестовни сертификати и държавните облигации по следните причини.

— те са издадени по различни начини: държавните облигации чрез тръжна система, а пощенските спестовни сертификати се издават текущо,

— степента на сложност е различна,

— възнаграждението за предлагане на държавни облигации не зависи от записаната сума; не е такъв случаят при пощенските спестовни сертификати, които изискват усилено планиране и управление в мрежата на PI, за да бъдат достигнати определени целеви стойности при предлагането им. Усилията, положени за управление и организация, както и запазването на лоялността на клиентите са от особена важност, тъй като инвеститорите биха могли да се оттеглят от инвестицията по всяко време.

(94) Следователно по отношение на метода и управлението на предлагането пощенските спестовни сертификати не могат да бъдат сравнявани с държавните облигации, с по-скоро с взаимните фондове.

(95) Що се отнася до факта, че разходите за набиране на пощенски спестовни сертификати по закон трябва да бъдат съгласувани с разходите по държавните дългове на пазара, Италия отбеляза, че пощенските спестовни сертификати имат по-ниска брутна годишна възвращаемост от тази на държавните облигации (при инструментите, предложени като пример, с 8-годишен, 10-годишен и 20-годишен матуритет, разликата достига до 180 базисни пункта). Италия счете, че разликата се дължи на предполагаемата възможност за предсрочно възстановяване от американски тип. Ако тогава бъдат добавени таксите за разпространение, то разходът за държавата е в рамките на допустимото.

(96) ABI е пропуснала факта, че пощенските спестовни сертификати съдържат потенциална възможност за предсрочно възстановяване, и могат да бъдат сравнявани с взаимните фондове. Пощенските спестовни сертификати попадат в определението на структурирани облигации, използвано от Banca d'Italia.

(97) Комисионата за предлагане на пощенски спестовни сертификати също така отразява цялата работа, извършена от PI за достигнане на определени цели по отношение на брутния и нетния обем записан капитал, както от пощенските спестовни продукти като цяло, така и от индивидуалните продукти. Това възнаграждение включва и управление на клиентите, извършвано от PI, след осигуряване на продукта и по време на целия период на валидност на сертификата, по-специално поради правото на инвеститора да изисква изплащане на стойността на сертификата и отсъствието на вторичен пазар.

(98) Италия оспори мнението на ABI относно нивото на комисионите за предлагане на обвързани с индекс облигации (1 %—2,5 %): средното възнаграждение, получавано от PI, е 3,05 % за предлагане на структурирани облигации, издадени от чуждестранни и от италиански банки ([35]), и 2,9 % за предлагане на облигации, издадени само от италиански банки ([36]) (например за предлагане на структурирани облигации, издадени от Capitalia SpA, PI е получила комисиона в размер на 3,212 % от номиналната записана стойност ([37]).

(99) Италия стигна до заключението, че проучването на ABI е общо и пропуска специфичните характеристики при предлагането на пощенски спестовни сертификати в сравнение с предлагането на други облигации.

VII. **ЕКСПЕРТНОТО ПРОУЧВАНЕ**

(100) Проучванията, извършени по поръчка на PI и ABI, следват сходни методики, но е трудно да бъдат съгласувани резултатите им. По-конкретно, никое от тях не посочва продукти, които са напълно съпоставими, а при избора на един или друг сравним продукт те наблягат на различни фактори, засягащи таксите за предлагане.

(101) Ето защо Комисията посочи независим експерт, който да проведе проучване с цел установяване на пазарното възнаграждение за предлагане на пощенски спестовни сертификати.

Методи, използвани в експертното проучване за определяне на съпоставимите продукти

(102) Фундаментално заключение на експертното проучване беше, че италианският пазар на ценни книжа е разделен на: i) първостепенен пазар, на който емитентите се насочват към институционални инвеститори, доходите са на обичайното ниво предвид наказателната лихва и кривата на доходността на еврото, разпространението е поето от големите инвестиционни банки (или е било чрез открит търг, както при повечето италиански съкровищни облигации), а таксите за разпространение са относително ниски; и ii) второстепенен пазар, на който се осъществява разпространение чрез банковите мрежи за продажби на дребно, насочено към индивидуални спестители, емитентите могат да получат по-добри условия за заемане на средства отколкото на първостепенния пазар, а таксите за разпространение са по-големи в зависимост от продуктите от първостепенния пазар. Това е оказало пряко въздействие върху нивото на таксите за разпространение, интегрирани във финансовите продукти: при всяка определена комбинация от характеристики, от която може да се очаква да окаже влияние върху таксите за разпространение на финансовия продукт, простият факт, че продуктът се продава на второстепенния пазар, предизвика рязко повишение на тези такси.

(103) В експертното проучване беше отбелязано, че таксите за разпространение на финансови продукти следва да бъдат пропорционални на усилието, положено от дистрибуционната мрежа за осъществяване на разпространението. След това в него се идентифицират продуктите, съпоставими в най-голяма степен с пощенските спестовни сертификати чрез разглеждане на основните им характеристики — риск, ликвидност, сложност на договора ([38]), репутация и правен статут на емитента, матуритет, размер на емисията, начин на предлагане, минимална изискуема инвестиция и канал за разпространение (разпространение чрез институция/продажба на дребно) — и определяне на рейтинга на тези характеристики.

([35]) Средната такса, изчислена за периода ноември 1999 г.—декември 2007 г. върху общ обем от 33 милиарда евро.
([36]) Средната такса, изчислена за същия период върху общ обем от 22 милиарда евро.
([37]) Стойността на емисията е била 971,2 милиарда евро.
([38]) „Обикновен“ или структуриран инструмент.

(104) След това в проучването са сравнени рейтингът на всяка характеристика на всеки финансов продукт с оценките на характеристиките на всяка категория пощенски спестовните сертификати.

Таблица 7

Финансови продукти и фактори, влияещи върху таксите за разпространение

Продукт	Риск	Ликвидност	Сложност	Репутация	Продължителност	Разпространение чрез институция/ продажба на дребно	Начин на предлагане	Минимална изискуема инвестиция (EUR)
BOT	*нисък*	*висока*	*ниска*	*висока*	*кратка*	*чрез институция*	*търг*	*1 000*
BTP	*нисък до среден*	*висока*	*ниска*	*висока*	*средна до голяма*	*чрез институция*	*търг*	*1 000*
CCT ([39])	*нисък*	*висока*	*ниска*	*висока*	*средна*	*чрез институция*	*търг*	*1 000*
Спестовни депозити	*нисък*	*висока*	*ниска*	*висока*	*кратка*	*продажба на дребно*	*издавани текущо*	*none*
Срочни депозити	*нисък*	*ниска*	*ниска*	*висока*	*кратка до средна*	*продажба на дребно*	*издавани текущо*	*none*
Депозитни сертификати (ДС)	*нисък*	*ниска*	*ниска*	*висока*	*кратка до средна*	*продажба на дребно*	*издавани текущо*	*≥ 50*
Котирани на фондов пазар обикновени банкови облигации	*нисък до среден*	*средна*	*ниска*	*висока*	*средна*	*продажба на дребно*	*публично предлагане*	*≥ 1 000*
Некотирани на фондов пазар обикновени банкови облигации	*нисък до среден*	*ниска*	*ниска*	*висока*	*средна*	*продажба на дребно*	*публично предлагане*	*≥ 1 000*
Котирани на фондов пазар структурирани банкови облигации	*висок*	*средна*	*висока*	*висока*	*средна*	*продажба на дребно*	*публично предлагане*	*≥ 1 000*
Некотирани на фондов пазар структурирани банкови облигации	*висок*	*ниска*	*висока*	*висока*	*средна*	*продажба на дребно*	*публично предлагане*	*≥ 1 000*
Корпоративни облигации	*среден до висок*	*ниска до средна*	*ниска*	*ниска до висока*	*средна*	*чрез институция*	*публично предлагане*	*≥ 1 000*
Взаимни фондове на паричен пазар	*нисък*	*висока*	*средна*	*средна*	*не е приложимо*	*продажба на дребно*	*издавани текущо*	*≥ 100*
Взаимни фондове, инвестиращи в облигации	*среден*	*висока*	*средна*	*средна*	*не е приложимо*	*продажба на дребно*	*издавани текущо*	*≥ 100*
Взаимни фондове, инвестиращи в акции	*висок*	*висока*	*средна*	*средна*	*не е приложимо*	*продажба на дребно*	*издавани текущо*	*≥ 100*
Акции (котирани на фондов пазар)	*висок*	*средна до висока*	*ниска*	*ниска до висока*	*не е приложимо*	*чрез институция*	*публично предлагане*	*≥ 1 000*
Обикновени пощенски спестовни сертификати	***нисък***	***средна***	***ниска***	***висока***	***голяма***	***продажба на дребно***	***издавани текущо***	***≥ 50***
Пощенски спестовни сертификати с фиксиран срок	***нисък***	***средна***	***ниска***	***висока***	***средна***	***продажба на дребно***	***издавани текущо***	***≥ 50***
Пощенски спестовни сертификати, индексирани при матуритет	***нисък***	***средна***	***висока***	***висока***	***средна***	***продажба на дребно***	***издавани текущо***	***≥ 250***
Пощенски спестовни сертификати, обвързани с инфлацията	***среден***	***средна***	***висока***	***висока***	***средна***	***продажба на дребно***	***издавани текущо***	***≥ 250***
18-месечни пощенски спестовни сертификати	***нисък***	***средна***	***ниска***	***висока***	***кратка***	***продажба на дребно***	***издавани текущо***	***≥ 50***

([39]) CCT (*certificati di credito del Tesoro*) представляват седегодишни държавни облигации с плаващ лихвен процент.

(105) Каналът за разпространение (чрез институция или чрез продажба на дребно) е ключов фактор за идентифициране на съпоставими продукти. Пощенските спестовни сертификати са съпоставими в най-голяма степен с финансовите продукти, продавани на дребно, тъй като обикновено те се продават на домакинства. Почти всички салда на пощенски спестовни сертификати се притежават от семейства (около 99 %), а институционалните инвеститори рядко проявяват интерес към тях. Това също така е основната характеристика, която сочи, че държавните облигации (BOT, BTP и CCT) не са съпоставими с пощенските спестовни сертификати.

(106) Експертното проучване установи, че продуктът, който може да бъде сравнен в най-голяма степен с пощенските спестовни сертификати, са банковите облигации (обикновените пощенски спестовни сертификати и пощенските спестовни сертификати с фиксиран срок са съпоставими с обикновените банкови облигации, а индексираните пощенски спестовни сертификати — с индексираните банкови облигации — вижте таблица 14). Вторият сравним в най-голяма степен продукт са взаимните фондове ([40]). И двата съпоставими продукта съществуват единствено в безналична форма ([41]).

(107) На този етап Комисията отбеляза, че въпреки че макар възнаграждението да трябва да бъде оценявано както за хартиените, така и за безналичните пощенски спестовни сертификати, двете форми на пощенските спестовни сертификати имат други общи характеристики, а именно среден размер на матуритета, доход на падежа и особености, свързани с PI като дистрибутор.

Методи, използвани в експертното проучване за определяне на количествения размер на пазарното възнаграждение за съпоставимите продукти

(108) За да има възможност да извърши сравнението, необходимо за установяване на размера на таксата за разпространение на пощенски спестовни сертификати, експертът събра набор от данни за банкови облигации и за взаимните фондове, използвайки i) голям брой проспекти за банкови облигации, котирани на TLX, втората учредена борса за ценни книжа (след Borsa Italiana) ([42]) и ii) интернет страниците на основните италиански банки, откъдето обикновено могат да бъдат свалени проспекти за емисии облигации. Наборът от данни се състоеше от 511 емисии на облигации, разпространени на италианския пазар между 2002 г. и 2008 г. (162 са емитирани преди 2006 г.). От общия брой емисии за всяка година, процентът, представен от този набор от данни бе както следва: 18 % през 2006 г., 15 % през 2005 г., 9 % през 2004 г., 3 % през 2003 г. и 0,2 % през 2002 г.

(109) Експертът извърши и допълнителни анализи за всеки сравним продукт, използвайки дескриптивна статистика. При издадените от банки обикновени облигации, например, които представляват продуктът, сравним в най-голяма степен с обикновените пощенски спестовни сертификати и с пощенските спестовни сертификати с фиксиран срок, експертът прецени, че дескриптивната статистика не е достатъчна, за да осигури правилно разбиране на факторите, определящи таксите за разпространение, които биха могли да бъдат използвани, за да се определи дали възнаграждението за разпространение на пощенски спестовни сертификати отговаря на пазарните такси. По-конкретно, банковите облигации не са хомогенни във всички съответстващи аспекти и може да не са хомогенни по отношение на определен клас пощенски спестовни сертификати, с които трябва да се сравняват. Ето защо статистическите данни трябваше да се използват рационално, за да бъде установено, в рамките на група от подобни облигации, кои характеристики имат действително значение за измерването на таксите за разпространение. Тук експертът се позовава на списъка с уместни фактори, които влияят на таксите за разпространение (виж параграфи 103—104). Ефектът на тези независими променливи върху таксата за разпространение за продукт като пощенските спестовни сертификати е изчислен чрез регресивен анализ.

(110) Периодът, обхванат от извадката на банковите облигации, не позволи да бъде направено заключение относно поведението на таксите за разпространение през периода 2000—2003 г. По статистически причини не бе възможно да се създаде смислен динамичен ред за годините от 2000—2006 г. ([43]). Извадката на банковите облигации даде възможност да бъдат направени заключения единствено за периода 2000—2006 г. като цяло, а не на годишна база.

([40]) На теория продуктът, най-сходен с 18-месечните пощенски спестовни сертификати, са депозитните сертификати. Но експертът успя да идентифицира само един издател на депозитни сертификати, който разпространяваше своите продукти чрез други банкови мрежи и който разкри таксите за разпространение, които плаща.

([41]) Сред финансовите продукти в оборот в Италия експертът не може да идентифицира сравними продукти на хартиен носител.

([42]) TLX SpA организира и управлява пазари за търговия на финансови инструменти, насочени към инвестиционните потребности на непрофесионалните инвеститори.

([43]) Динамичният ред представлява поредица от стойности, измервани обикновено в последователни моменти на определени интервали от време, които често са равни. Един динамичен ред на данни за пазарни анализи би позволил извършване на съпоставка между реалните годишни такси за пощенските спестовни сертификати и съответните стойности за съпоставимите продукти.

(111) Експертът ясно заяви, че заключението, отнасящо се до целия период, все пак е уместно, тъй като интервютата на място са помогнали да се установи, че не е имало значителна промяна в размера на таксите за разпространение от 2000 г. насам; според някои отговори дори са намалели.

(112) Експертът също така създаде набор от данни за 102 взаимни фонда ([44]); въз основа на тази извадка единственият извършен полезен анализ на данните беше осъществен чрез дескриптивна статистика ([45]). Въпреки това бе възможно да бъде създаден динамичен ред на таксите, получавани от разпространителите за взаимните фондове.

(113) Необходимо бе да се анализира и структурата на възнагражденията за разпространение на съпоставимите продукти:

— възнаграждението за разпространение на банкови облигации се състоеше от процентно авансово плащане в зависимост от записаната сума,

— някои от взаимните фондове плащаха на мрежата за разпространение както авансови, така и годишни такси, докато други плащаха единствено годишни такси; с цел да бъде получена единна мярка за таксите, която да е валидна за целта на проучването, експертът добави към действителната авансова такса за всеки взаимен фонд допълнителна прогнозна авансова такса, равна на текущата стойност на годишните такси, които ще бъдат получени през очаквания срок на инвестицията на клиента във фонда.

Установяване на стойности за сравнение с действителното възнаграждение, плащано за пощенските спестовни сертификати от CDP

(114) Общото възнаграждение, което PI е получила от CDP съгласно ежегодните споразумения за 2000—2006 г., се състои от набор от компоненти (вж. също таблица 4) ([46]):

а) авансова такса в зависимост от броя записани пощенски спестовни сертификати, еквивалентна на определен процент от записаната сума;

б) годишна такса в зависимост от салдата на пощенски спестовни сертификати, еквивалентна на определен процент от стойността на салдата на сертификати; тази такса представлява възнаграждението за административното и отчетното управление на сертифкатите; от 2003 г. тя е различна за сертификатите на хартиен носител и за безналичните сертификати;

в) през някои години, други фиксирани суми, по-специално за постигане на определени количествени или качествени резултати.

(115) Съгласно споразуменията за годините от 2000 г. до 2002 г., структурата на възнагражденията е била доста променлива. Цялостната структура на възнагражденията се е стабилизирала от 2003 г. насам в смисъл, че цялостното възнаграждение се състои от еднакви компоненти, въпреки че стойностите на всеки компонент могат да варират. Като цяло, не бе лесно да бъдат сравнени отделните години от периода 2000—2002 г., както и не бе лесно да бъде сравнен периодът 2000—2002 г. с периода 2003—2006 г.

([44]) Тези фондове са разпространявани в края на 2007 г.

([45]) Регресивният анализ би загубил своя смисъл тук, тъй като взаимните фондове са били хомогенни по своята договорна форма по отношение на променливите, използвани в регресивния анализ за банковите облигации.

([46]) Възнаграждението за изготвяне на сертификати на хартиен носител не е включено в анализа на този етап. Възнаграждението за изготвяне на сертификати на хартиен носител е много специфична характеристика на услугите, предоставяни от PI, и ще се оценява отделно (вж. съображения 130—132).

(116) За да може възнаграждението за разпространение на пощенски спестовни сертификати да стане сравнимо с възнаграждението за подобни финансови продукти, експертът преобразува двойния график на възнагражденията за сертификатите в еквивалентна прогнозна цялостна авансова такса, която може да бъде директно сравнена с действителната авансова такса, изчислена за банковите облигации и за взаимните фондове. Такава единна стойност за пощенски спестовни сертификати бе получена за всяка година чрез добавяне към действителната договорно определена авансова такса на прогнозната допълнителна авансова такса, представляваща текущата стойност на възнаграждението, което PI очаква да получи в бъдеще за сертификатите, записани през годината, от годишните процентни такси върху салдата на сертификати. Прогнозната стойност на тази допълнителна авансова такса беше изчислена чрез отчитане на средния срок на съществуване ([47]) на всеки клас сертификати и изчисляване на текущата стойност, в годината на записването, на годишните процентни такси, които биха били получени през годините на средния срок на съществуване на сертификата ([48]).

(117) За да бъде изчислена въпросната текуща стойност, експертът установи, че трява да бъде направено допълнително допускане по отношение на годишните такси, които ще бъдат получени в бъдеще. Съществуваха две еднакво приемливи възможности:

— първата възможност бе да се допусне постоянно годишно възнаграждение, базирано на основанието, че PI не би могла да прогнозира променливостта на годишните такси в бъдеще и следователно би изчислявала всяка година еквивалентната цялостна прогнозна авансова такса, допускайки, че годишните такси ще останат фиксирани на нивото, договорено в споразумението за тази година,

— втората възможност бе да се допусне променливо годишно възнаграждение, определящо количествено възнаграждението за разпространение на пощенски спестовни сертификати на базата на годишните такси, заложени в последователните споразумения през периода на съществуване на продуктите ([49]). Тук се допуска, че PI би могла да прогнозира променливостта на годишните такси в бъдеще и следователно би изчислявала всяка година еквивалентната цялостна прогнозна авансова такса на базата на това, че годишните такси биха следвали посоката, която би могла да бъде определена *ex post*.

(118) Авансовите такси за пощенските спестовни сертификати, преизчислени по метода на променливото годишно възнаграждение, изглеждат като цяло по-ниски от тези, получени чрез прилагане на метода на постоянното годишно възнаграждение. В таблица 8 е илюстриран този подход при обикновени сертификати и сертификати с фиксиран срок.

Таблица 8

Цялостни прогнозни авансови такси за пощенски спестовни сертификати (%)

Обикновени сертификати (на хартиен носител)		
	Постоянно годишно възнаграждение	Променливо годишно възнаграждение
2000 г.	[…]	[…]
2001 г.	[…]	[…]
2002 г.	[…]	[…]
2003 г.	[…]	[…]
2004 г.	[…]	[…]
2005 г.	[…]	[…]
2006 г.	[…]	[…]

([47]) Експертът използва термините „среден срок на съществуване“ (*durata media*) и „очакван срок на съществуване“ (*durata prevista*) като синоними. В настоящото решение използваният термин е „среден срок на съществуване“.

([48]) Експертът използва стойностите, предоставени от Италия. Когато такива данни липсваха (за обвързаните с инфлацията и за 18-месечните сертификати), експертът направи обосновани оценки (съответно за 7 години и за 18 месеца). Сконтовият лихвен процент при изчислението на настоящата стойност на годишните такси представляваше лихвеният процент за държавните облигации със сходен матуритет.

([49]) Ставките от споразумението от 2006 г. са използвани за периода след 2006 г.

Сертификати с фиксиран срок (на хартиен носител)		
	Постоянно годишно възнаграждение	Променливо годишно възнаграждение
2000 г.	[…]	[…]
2001 г.	[…]	[…]
2002 г.	[…]	[…]

(119) По консервативни причини експертът разчиташе в по-голямата част на изследването на допускането за постоянно годишно възнаграждение.

(120) Според това допускане, преизчислените авансови такси, получавани от PI за пощенските спестовни сертификати, са както следва:

Таблица 9

Преизчислени авансови такси, получавани от PI за пощенските спестовни сертификати

	2000 г.	2001 г. ([50])	2002 г.	2003 г.	2004 г.	2005 г.	2006 г.
Сертификати на хартиен носител (всички сертификати преди 2003 г.)							
Обикновени	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]
С фиксиран срок	[…]	[…]	[…]				
18-месечни						[…]	[…]
Безналични сертификати (след 2003 г.)							
Обикновени				[…]	[…]	[…]	[…]
Индексирани (обвързани със собствения капитал)				[…]	[…]	[…]	[…]
Индексирани (обвързани с инфлацията)							[…]
18-месечни						[…]	[…]

([50]) Тези цифри не включват сумите 51,6 милиона евро и 25 милиона евро, платени съответно през 2001 г. и 2002 г. за определени задължения, които не са включвали единствено разпространението на пощенски спестовни сертификати. Въпреки това експертът извърши проверка на чувствителността и достигна до заключението, че тяхното включване не би оказало влияние върху констатациите от доклада.

Сравнение на възнагражденията, изчислявани на базата на извадка от банкови облигации

(121) Събраните данни позволяват прогнозиране на спредовете на пазарното възнаграждение за разпространение на пощенски спестовни сертификати. Прогнозното пазарно възнаграждение се различава, но все пак зависи от това кой сравним продукт е приет като подходящ.

(122) Таблица 10 показва границите на цялостните прогнозни авансови такси за пощенските спестовни сертификати (въз основа на регресивен анализ на извадка от банкови облигации) и границите на преизчислените действителни такси, получавани от PI за пощенските спестовни сертификати. Границите на действителното възнаграждение за пощенските спестовни сертификати се определя от минималната и максималната такса, наблюдавана през периода 2000—2006 г. Границите,

използвани за сравнение, са определени от минималните и максималните очаквани стойности ([51]) на таксите за пощенските спестовни сертификати на базата на регресии на таксите в зависимост от приложимите фактори. Таблицата също така показва границите, определени чрез добавяне на едно или две стандартни отклонения към очаквания минимум и максимум ([52]).

(123) Справката с класическите интервали (средно + 1 стандартно отклонение) и (средно + 2 стандартни отклонения) е полезна при оценяването на вероятността на определено събитие: наблюдение, което е отдалечено на по-малко от едно стандартно отклонение от очакваната стойност, има висока вероятност да бъде статистически сходно с очакваната стойност; когато то е на разстояние между едно и две стандартни отклонения, неговата вероятност е по-ниска, но не е ненормално ниска; когато то е на разстояние повече от две стандартни отклонения, неговата вероятност е твърде ниска, така че може да бъде определено като „рядко“ и потенциално „ненормално“ събитие ([53]).

Таблица 10

Преизчислена авансова такса и прогнозно пазарно възнаграждение за пощенските спестовни сертификати на базата на извадка от банкови облигации (%)

Форма на сертификата	Хартия	Безналична	Хартия	Безнал.	Безнал.	Хартия	Безнал.
Категория на сертификата	Обик-новени	Обик-новени	С фиксиран срок	Обвързани със собствения капитал ([54])	Обвързани с инфлацията	18 месечни	18 месечни
Минимална такса за пощенските спестовни сертификати 2000—2006 г.	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]
Максимална такса за пощенските спестовни сертификати 2000—2006 г.	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]
очаквана стойност — най-ниска оценявана стойност	3,05	3,05	1,76	1,69	2,83	0,63	0,63
оч. стойност + 1 ст. откл.	3,40	3,40	2,11	2,51	2,14	0,88	0,92
оч. стойност + 2 ст. откл.	3,75	3,75	2,46	3,32	4,20	1,21	1,21
очаквана стойност — най-висока оценявана стойност	4,54	4,54	3,34	1,69	2,83	0,63	0,63

([51]) В статистиката очакваната стойност (или математическото очакване, или средното) на една произволна променлива е сумата от произведенията на стойността на всеки възможен резултат, умножен по вероятността за този резултат. Така тя представлява средната стойност, която се „очаква“ като резултат от произволен опит, ако идентичните ситуации се повтарят много пъти. Минималните и максималните очаквани стойности тук се отнасят до две регресии с най-добри резултати, както свидетелства експертното проучване. По-специално ниските прогнозни стойности се отнасят до извадката от банкови облигации с фиксирани ставки, която позволява в регресивния анализ да бъде използвана важна променлива с доход на падежа. По-високите прогнозни стойности се получават от регресивния анализ въз основа на извадката от всички „обикновени“ банкови облигации, която включва облигации с фиксирана и с променлива ставка.

([52]) В теорията на вероятностите и статистиката стандартното отклонение е мярка за дисперсията на набор от стойности. То се определя като средно квадратично (RMS) отклонение на стойностите от тяхната средна стойност или като корен квадратен от изменението. Стандартната грешка на определен метод за измерване или оценяване е прогнозното стандартно отклонение на грешката в този метод. По-конкретно тя прогнозира стандартното отклонение на разликата между измерените или прогнозните стойности и правилните стойности (източник: Уикипедия).

([53]) При сравняване на действителния резултат с „класическите интервали“ на средното плюс или минус една или две стандартни грешки, обикновено се допуска, че изходното разпределение е симетрично и нормално. В този случай можем да кажем, че има 68,26 % вероятност резултатът да попадне в интервала, определен чрез средното плюс или минус една стандартна грешка, и вероятност 95,44 % да попадне в интервала, определен чрез средното плюс или минус две стандартни грешки. При все това, уместността на референтната стойност към интервала, определен чрез средното плюс или минус една или две стандартни грешки не се ограничава до случая с нормалното разпределение, така че е възможно да се посочи като цяло, че едно събитие, попадащо в едно стандартно отклонение на средното, може да се счита — грубо казано — за „обикновено“ (този интервал ще се използва в анализа в следващия раздел).

Форма на сертификата	Хартия	Безналична	Хартия	Безнал.	Безнал.	Хартия	Безнал.
Категория на сертификата	Обик-новени	Обик-новени	С фиксиран срок	Обвързани със собствения капитал ([54])	Обвързани с инфлацията	18 месечни	18 месечни
оч. стойност + 1 ст. откл.	5,25	5,25	4,05	2,51	3,51	0,92	0,92
оч. стойност + 2 ст. откл.	5,96	5,96	4,76	3,32	4,20	1,21	1,21

([54]) Важно е да се отбележи, че регресивният анализ на извадката от двата типа структурирани банкови облигации има обяснителна стойност, значително по-ниска от тази в случая на другите банкови облигации, използвани за прогнозиране на възнаграждението за разпространение на други категории пощенски спестовни сертификати. В това отношение експертът посочи, че в случая на обвързаните с индекс сертификати съществуваха затруднения при съгласуването на резултатите от симулацията с фундаменталните икономически механизми: нямаше очевидна причина таксите за обвързаните с индекс сертификати да бъдат толкова по-ниски от средните такси, получавани в подизвадката на обвързаните със собствения капитал банкови облигации. Това положение, заедно с данните за ниската обяснителна стойност на регресиите при таксите за индексираните сертификати според експерта навеждат на мисълта, че в този случай трябва да бъде отдадена по-голяма тежест на резултата от простото сравнение на средните стойности, което даде по-убедителни данни за съответствие с пазарните условия. Дескриптивната статистика сочи, че средното възнаграждение е 3,10 % за обвързаните със собствения капитал банкови облигации и 2,82 % за обвързаните с инфлацията банкови облигации. И двете стойности са над максималното възнаграждение, получавано от PI за обвързаните с индекс и обвързаните с инфлацията пощенски спестовни сертификати.

(124) Заключенията, направени от експерта, бяха както следва:

а) при 18-месечните сертификати, безналичните обикновени сертификати и обвързаните с инфлацията сертификати, съществуваше „абсолютно недвусмислено“ доказателство, че условията отговарят на пазарните условия;

б) при обвързаните с индекс сертификати и обикновените сертификати на хартиен носител, доказателствата не бяха „абсолютно недвусмислени“, но ясно показваха, че условията отговарят на пазарните условия; в тези случаи таксите за пощенските спестовни сертификати бяха, при основаните на регресия симулации, или под очакваната стойност, или в интервала, определен от очакваната стойност плюс две стандартни отклонения;

в) при сертификатите с фиксирана стойност може да е съществувал ненормален максимум през 2001 г.

(125) Експертът също така посочи очакваните такси за разпространение при обикновените пощенски спестовни сертификати и пощенските спестовни сертификати с фиксиран срок, когато за всеки дистрибутор бяха включени фиктивни независими променливи с цел да бъде установен друг фактор, политиките на ценообразуване на отделните дистрибутори, който не е бил включен в реграсивния анализ, показан в таблица 10 ([55]):

Таблица 11

Прогнозно възнаграждение на дистрибутор на пощенски спестовни сертификати

	Обикновени банкови облигации	Банкови облигации с фиксиран лихвен процент
	Група А: Обикновени пощенски спестовни сертификати	
UBM	3,60 %	3,23 %
PopVicenza	3,06 %	2,65 %
Antonveneta	2,95 %	2,98 %
Carige	2,62 %	2,53 %

([55]) При регресивния анализ „фиктивна променлива“ (известна също като „индикаторна променлива“ или само като „фиктивна стойност“) е тази променлива, която получава стойностите 0 или 1, за да покаже отсъствието или наличието на определено значително въздействие, от което може да се очаква да промени резултата. Използването на фиктивни променливи обикновено повишава пригодността на модела (коефициент на корелация), но за сметка на по-малка степен свобода и загуба на общия характер на модела. Прекаленият брой фиктивни променливи води до модел, който не дава общи заключения (източник: Уикипедия).

	Обикновени банкови облигации	Банкови облигации с фиксиран лихвен процент
	Група А: Обикновени пощенски спестовни сертификати	
IntesaSanPaolo	2,25 %	2,73 %
SanPaoloIMI	1,44 %	2,45 %
	Група Б: Пощенски спестовни сертификати с фиксиран срок	
UBM	2,75 %	1,91 %
PopVicenza	2,21 %	1,33 %
Antonveneta	2,10 %	1,66 %
Carige	1,77 %	1,21 %
IntesaSanPaolo	1,40 %	1,41 %
SanPaoloIMI	0,59 %	1,13 %

Сравнение на таксите при взаимните фондове

(126) Общите преизчислени авансови такси, плащани на PI за разпространение на пощенски спестовни сертификати (точкова оценка) и за взаимни фондове на паричния пазар, са показани в таблица 12.

Таблица 12

Преизчислени авансови такси и прогнозно годишно пазарно възнаграждение за пощенските спестовни сертификати, базирано на извадка от взаимните фондове

Обикновени пощенски спестовни сертификати			
	Пощенски спестовни сертификати	Взаимни фондове на паричния пазар	
Година		средно	средно + 1 стандартно отклонение
2000 г.	[…]	1,48 %	3,41 %
2001 г.	[…]	1,48 %	3,41 %
2002 г.	[…]	2,13 %	4,06 %
2003 г.	[…]	2,45 %	4,38 %
2004 г.	[…]	2,55 %	4,48 %
2005 г.	[…]	3,38 %	5,31 %
2006 г.	[…]	3,38 %	5,31 %
Пощенски спестовни сертификати с фиксиран срок			
	Пощенски спестовни сертификати	Взаимни фондове на паричния пазар	
Година		средно	средно + 1 стандартно отклонение
2000 г.	[…]	1,15 %	3,08 %
2001 г.	[…]	1,15 %	2,80 %
2002 г.	[…]	1,65 %	3,30 %

(127) Използвайки допускането за постоянно годишно възнаграждение, експертът изчисли годишното възнаграждение за разпространение на пощенски спестовни сертификати в абсолютни стойности в сравнение с възнаграждението, което PI би получила, ако беше получавала средните по размер такси, плащани от дистрибуторите на съпоставимите взаимни фондове. Тези годишни абсолютни стойности на възнаграждението за пощенски спестовни сертификати и за възнаграждението, което би било дължимо на базата на условията за взаимните фондове на паричния пазар, са представени в таблица 13.

Таблица 13

Действително и прогнозно възнаграждение за пощенските спестовни сертификати в абсолютни стойности

	Пощенски спестовни сертификати	Взаимни фондове на паричния пазар	
		средно	средно + 1 стандартно отклонение
2000 г.	361	217	426
2001 г.	439	235	459
2002 г.	316	355	596
2003 г.	416	457	721
2004 г.	482	519	803
2005 г.	582	762	1 062
2006 г.	559	820	1 139
Общо 2000—2006 г.	3 157	3 364	5 207

(128) Експертът достигна до заключението, че:

а) при първия метод (таблица 12) таксите за пощенските спестовни сертификати почти винаги попадат между очакваната стойност и стойността, еквивалентна на едно стандартно отклонение, ако са били оценени на базата на таксите за фондовете на паричния пазар и почти винаги под очакваната стойност, оценена на базата на фондовете за държавни облигации в евро,

б) при втория метод (таблица 13) действителното общо възнаграждение, получавано от PI, е почти винаги по-ниско от възнаграждението, което би било получено при прилагане на средните условия за взаимните фондове за държавните облигации от еврозоната. Действителното общо възнаграждение също така е било по-ниско от възнаграждението, което е щяло да бъде получено чрез прилагане на средните условия за взаимните фондове на паричния пазар през периода 2003—2006 г. През годините 2000—2003 г. то не е било по-ниско от средните условия за взаимните фондове на паричния пазар; но е било по-ниско от възнаграждението, съответстващо на стойността, еквивалентна на очакваната стойност плюс едно стандартно отклонение,

в) заключението, че таксите отговарят на пазарните условия, получени от сравнителните данни на таксите за взаимните фондове, могат да бъдат разглеждани като близки до „напълно недвусмислени“.

Специфични такси за изготвяне на сертификати върху хартия

(129) Общият размер на таксите, платен от CDP на PI, възлиза на 15 милиона евро през 2003 г., 16 милиона евро през 2004 г. и 18 милиона евро през 2005 г. и 2006 г. (вж. таблица 5).

(130) В анализите, посочени по-горе, не е взето предвид възнаграждението за изготвяне на сертификати върху хартия в изследването на съответствието на таксите, плащани на PI за разпространение на пощенски спестовни сертификати с пазарните условия. Според експерта е обосновано да не се взема предвид този компонент при изчислението на допълнителната авансова такса, тъй като той касае много специфична характеристика на пощенски спестовни сертификати, която не се установява при съпоставимите финансови продукти през периода 2000—2006 г. Както бе обяснено по-горе, Италия сравни компенсацията, получавана от PI изготвяне на сертификати върху хартия, със заплащането, изисквано от взаимните фондове за издаване на сертификати върху хартия. Италия отбеляза, че заплащането, изисквано за сертификати върху хартия, издавани от взаимните фондове, е в размер на 10 EUR до 20 EUR за сертификат, докато таксата, плащана от CDP на PI, възлиза на 1,70 EUR за сертификат върху хартия и стига до заключението, че то не изглежда прекалено голямо. Експертът потвърди, че сумите, изисквани от взаимните фондове за изготвяне на сертификати върху хартия, са на нивото, описано от Италия.

(131) Следователно таксата, плащана от CDP на PI за изготвяне на сертификати върху хартия, може да се счита за отговаряща на пазарните условия.

Заключение на експерта

(132) Общото заключение на експертния доклад е, че възнаграждението, плащано за пощенските спестовни сертификати през периода 2000—2006 г., отговаря на пазарните условия.

VIII. **ОЦЕНКА НА МЯРКАТА**

(133) С цел да се установи дали дадена мярка представлява държавна помощ по смисъла на член 87, параграф 1, по принцип Комисията трябва да направи оценка дали схемата:

— е предоставена от държавата или е предоставена чрез държавни ресурси,

— предоставя икономическо преимущество,

— може да изкриви конкуренция като облагодетелства определени предприятия или производството на определени стоки,

— засяга търговията между държавите-членки.

VIII.1. **Контекстът на оценката**

(134) С цел да стигне до заключение в настоящия случай, Комисията ще трябва единствено да прецени дали въпросното възнаграждение предоставя преимущество на PI.

(135) Като следствие от Наредбата от 6 октомври 2004 г., наборът от пощенски спестовни продукти се превърна в услуга от общ икономически интерес ([56]). Следователно от 2004 г. нататък оценката трябва да бъде извършена в рамката, установена от решението по делото *Altmark* ([57]).

(136) В решението за откриване на процедура Комисията констатира, че получателят PI е трябвало да изпълнява задължения за предоставяне на публична услуга, както и че тези задължения са били ясно определени. Параметрите, въз основа на които е изчислена компенсацията, са предварително определени по обективен и прозрачен начин, а именно посредством споразумения между CDP и PI. Остава да бъде установено дали компенсацията би могла да превиши необходимото да се покрият всички или на част от разходите, понесени при изпълнение на задълженията за обществени услуги, като се отчитат съответните постъпления и една разумна печалба; а при отсъствието на процедура по възлагане на обществена поръчка нивото на компенсация трябва да бъде определено въз основа на

([56]) При все това, Комисията не счита, че последователните споразумения за възнаграждение между CDP и PI възлагат сами по себе си услуга от общ интерес.

([57]) Решения по дело C-280/00 *Altmark Trans GmbH and Regierungspräsidium Magdeburg* v *Nahverkehrsgesellschaft Altmark GmbH* [2003] ECR I-7747 и по обединени дела C-34/01—C-38/01 *Enirisorse SpA* v *Ministero delle Finanze* [2003] ECR I-14243.

анализ на разходите, които едно типично предприятие, добре управлявано и разполагащо с подходящите ресурси, би направило, като се отчитат съответните постъпления и една разумна печалба за изпълнение на задълженията.

(137) Ако възнаграждението, плащано от CDP, отговаря на пазарните условия, то би създало подходяща оценка за нивото на разходите, които едно типично и добре управлявано предприятие би направило като се отчитат съответните постъпления и една разумна печалба за изпълнение на задълженията. В този случай възнаграждението би отговаряло на четирите условия от решението Altmark и няма да има наличие на държавна помощ ([58]). Накрая, ако годишното възнаграждение, плащано на PI за пощенските спестовни книжки, е отговаряло на пазарните условия преди PI и CDP да бъдат натоварени с услугата от общ икономически интерес, очевидно е, че на PI не е било предоставено предимство и че това възнаграждение също не е представлявало държавна помощ.

(138) За да анализира дали възнаграждението, плащано от CDP, отговаря на пазарните условия, Комисията ще следва основните етапи от методологията, използвана от сравнителното проучване, която бе утвърдена от Комисията в решението за откриване на процедура и която бе следвана в другите проучвания, проведени впоследствие:

а) първо, трябва да бъдат идентифицирани финансовите инструменти, съпоставими в най-голяма степен с различните категории пощенски спестовни сертификати (раздел VIII.2); тук от изключително значение е да бъдат идентифицирани и правилно отчетени основните фактори, засягащи нивото на таксите за разпространение;

б) второ, пазарното възнаграждение, плащано от участниците на пазара за предлагане на тези пазарни аналози, трябва да бъде установено и сравнено с възнаграждението, плащано от CDP (раздел VIII.3).

VIII.2. **Определяне на съпоставимите продукти**

VIII.2.2. *Валидиране на експертното проучване от Комисията*

(139) Трите проучвания се различават значително по отношение на идентифицираните съпоставими продукти и основните определящи фактори на възнаграждението, влияещи върху избора на тези пазарни аналози. Таблицата по-долу показва съпоставимите продукти, идентифицирани от трите проучвания:

Таблица 14

Съпоставимите продукти, идентифицирани от трите проучвания

Продукт	Сравнително проучване	Проучване на ABI	Експертно проучване
Обикновени пощенски спестовни сертификати	Структурирани корпоративни облигации с рейтинг поне BBB (S&P) или Baa2 (Moody)	BTP с подобен матуритет	Обикновени облигации, издадени от банка (с фиксиран и с плаващ лихвен процент)
Пощенски спестовни сертификати с фиксиран срок	Структурирани корпоративни облигации с рейтинг поне BBB (S&P) или Baa2 (Moody)	BOT, CTZ и BTP в зависимост от остатъчния срок на съществуване на пощенския спестовен сертификат	Обикновени облигации, издадени от банка
Индексирани пощенски спестовни сертификати (обвързани с инфлацията и обвързани със собствения капитал)	Структурирани корпоративни облигации с рейтинг поне BBB (S&P) или Baa2 (Moody)	За обвързаните с инфлацията сертификати: индексирани EUR; за обвързаните със собствения капитал сертификати: обвързани с индекс финансови облигации с рейтинг поне A+ (S&P) или Aa2 (Moody).	Индексирани облигации, издадени от банка (обвързани със собствения капитал или обвързани с инфлацията в зависимост от случая)

([58]) Вж. също решението за откриване на процедура от 22 ноември 2006 г., параграф 88.

Продукт	Сравнително проучване	Проучване на ABI	Експертно проучване
18-месечни пощенски спестовни сертификати	Структурирани корпоративни облигации с рейтинг поне A– (S&P) или A3 (Moody)	Краткосрочни BOT и CTZ	Депозитни сертификати (CD) ([59]), с полезни индикации от банкови облигации с фиксиран лихвен процент и с по-кратък матуритет и взаимни фондове на паричния пазар
Коментари за други съпоставими продукти	Италия счита пощенските спестовни сертификати за съпоставими с взаимните фондове, инвестиращи в държавни облигации от еврозоната	Първоначално ABI счете, че пощенските спестовни сертификати са съпоставими с взаимните фондове, инвестиращи в държавни облигации от еврозоната. В проучването на ABI обаче повече не се споменава за сравнимост между пощенските спестовни сертификати и взаимните фондове.	Полезни индикации за определяне на пазарното ниво на възнаграждението за разпространението на пощенски спестовни сертификати (с изключение на индексирани сертфификати) биха могли да бъдат получени от наблюдение на възнаграждението при съпоставимите в най-голяма степен видове взаимни фондове, по-специално взаимните фондове на паричния пазар.

([59]) Достъпните публични данни са много малко, тъй като емитентите не са длъжни да разкриват таксите, платени за разпространение на CD, а този съпоставим продукт не е широко използван в експертното проучване.

(140) Комисията счита, че методологията, използвана от експерта (вж. по-конкретно таблица 7 по-горе), и нейният резултат са напълно подходящи. По-конкретно, съпоставимите продукти, идентифицирани от експерта, обхващат както опасенията на италианските органи, така и на ABI, както е посочено по-долу. Всички фактори, касаещи определянето на основните характеристики на съответните финансови продукти, са оценени и претеглени по обоснован начин. Освен това, експертното проучване идентифира един много съществен фактор, влияещ върху таксите за разпространение, който е бил пропуснат от италианските органи и от ABI, а именно мрежата за разпространение. Експертът е отбелязал, че при разпространението на продукти, насочени към инвеститори на дребно, поне в Италия, е възможно на инвеститорите да се предлага по-ниска възвращаемост при същото ниво на риск, отколкото би следвало да бъде предложена при подобни продукти, насочени към институционални инвеститори. В този случай по-високото ниво на таксите за разпространение, получавани от мрежата за продажби на дребно, в сравнение с това, което дистрибуторите могат да получат при продажбите на институции, може да се счита за форма на споделяне на генерирания излишък ([60]).

(141) Тъй като не могат да бъдат намерени продукти, напълно съпоставими с пощенските спестовни сертификати, анализът, представен в експертното проучване, ще допусне пазарното възнаграждение да бъде оценено по отношение на продукти с характеристики, сходни с характеристиките на пощенски спестовни сертификати (например чрез регресивен анализ).

VIII.2.2. *Мнение на Комисията за аргументите на италианските органи*

(142) Сравнителното проучване и италианските органи често отбелязват, че възможността за предсрочно възстановяване, интегрирана в пощенските спестовни сертификати, ги прави по-сложен финансов продукт от обикновените облигации, както и че трябва да бъдат сравнявани с по-сложни продукти като структурираните облигации.

(143) Някои инструменти, като обикновените облигации и обикновените акции, имат относително проста структура и доходи, докато други, като структурираните облигации и облигациите с подобни на опции условия, имат сложна структура и доходи, зависещи от поведението на основните им активи или от редица събития. Обясняването и по-специално продаването на един продукт със сложна структура на инвеститори на дребно е трудна задача за мрежите за продажби на дребно, които трябва да инвестират ресурси, за да обучат своя персонал и да отделят ценни ресурси и време за този процес.

([60]) Комисията желае да отбележи, че сред финансовите специалисти е общоприето, че поради пазарните недостатъци таксите за разпространение на ниво продажби на едро и продажби на дребно са различни. При настоящите пазарни условия разликата между таксите е в полза на посредниците, а не на емитентите (виж Hayes, Roger G., „Пътят към ефективността на пазара на облигации: Как повишеното разпространение на дребно може да намали разходите за привличане на средства“, в *Government Finance Review*, 1.6.2003 г.).

(144) Освен това не съществува общоприет официален документ, издаден от регулаторен орган, с обвързващ ефект, който да предоставя точно определение на „обикновена“ или „структурирана“ облигация ([61]). Също така, ако бъде прието широко определение на „структурирани“ облигации, много финансови продукти ще бъдат разположени между строго „обикновени“ и строго „структурирани“. Експертът отбеляза, че една облигация с право на предсрочно погасяване като пощенския спестовен сертификат не може да се счита за еквивалентна на типичната структурирана облигация. Структурата на възвращаемостта за инвеститора от един пощенски спестовен сертификат е проста, а малките спестители в Италия са добре запознати от няколко десетилетия със значението на възможността за предсрочно обратно изкупуване на инвестирания капитал и на натрупаната лихва, така че от страна на дистрибуторите не се изискват специални усилия, за да разясняват структурата на продукта.

(145) Ето защо експертът възприе определението според което една облигация е „структурирана“, когато нейната възвращаемост е свързана с тенденциите на определени параметри чрез механизъм, определен в условията и положенията на емисията.

(146) Комисията споделя мнението на експерта, че пощенските спестовни сертификати не могат да се считат за „структурирани“ продукти според общоприетото определение единствено поради интегрираната в тях възможност за предсрочно възстановяване.

(147) Като заключение, сравнението между пощенските спестовни сертификати и структурираните инструменти, предложено от Италия, не е подходящо освен при индексираните сертификати ([62]).

VIII.2.3. *Мнение на Комисията за аргументите на ABI*

(148) ABI често предлага сравнение с краткосрочните и дългосрочните държавни ценни книжа. Това сравнение не е подходящо тъй като държавните облигации се разпространяват основно сред институционални инвеститори, докато банковите облигации и пощенските спестовни сертификати се разпространяват съгласно процеса, типичен за пазарния сегмент за продажби на дребно. Освен това, нивото на възнагражденията, изисквани от банките за разпространение на държавни облигации на инвеститори на дребно, не представлява пазарна цена, получена в резултат на взаимодействието между търсене и предлагане на услуги за разпространение на дребно, а е фиксирано едностранно от държавата и има силата на закон. Следователно тази такса не може да бъде считана за пазарно ниво на възнаграждението за услуги за разпространение на италианския пазар ([63]).

(149) Комисията счита, че съпоставимите продукти, идентифицирани от експерта, имат отношение към опасенията на ABI в това, че i) банковите облигации се издават от финансови компании и следователно са съпоставими в по-голяма степен с пощенските спестовни сертификати, издавани от CDP; ii) държавните ценни книжа и банковите облигации имат сходни профили на риска; и iii) банковите облигации, считани за съпоставими с обикновените пощенски спестовни сертификати и пощенските спестовни сертификати с фиксиран срок не са структурирани облигации, а обикновени облигации.

VIII.2.4. *Заключение*

(150) В заключение Комисията възприема позицията, че съпоставимите продукти, уместни за целите на настоящото решение, са онези, идентифицирани от експертното проучване, т.е. на първо място банковите облигации, а след това взаимните фондове с подобни характеристики.

([61]) Един често използван финансов речник в интернет (InvestorWords.com) определя структурираната облигация като „дългова ценна книга с една или повече специални характеристики, например извършване на плащания въз основа на заложен в нея индекс. Например структурираната ценна книга е облигация, при която вместо да се прави обичайното лихвено плащане, се използва индекс, например S&P 500, за да се определи сумата на лихвеното плащане. Този тип дългова ценна книга е сложен и се използва предимно от опитни инвеститори“. ОИСР възприема следното определение: „Структурираните облигации имат характеристики, предназначени да привличат определен тип инвеститори и/или да използват конкретни пазарни обстоятелства. За да допаднат на определен тип инвеститори, обаче, структурираните ценни книжа рискуват възможността да загубят ликвидност, ако пазарът реагира по начин, който да направи структурираните характеристики на емисията непривлекателни. Обикновено структурираните характеристики се постигат чрез използването на деривати — например ценна книга, обвързана с кредити, представлява облигация с интегриран кредитен дериват“.

([62]) Забележката на Banca d'Italia относно определението на структурираните облигации не променя тази оценка. Комисията е на мнение, че действителният проблем не се състои в терминологията, в подбирането на правилното прилагателно за определено съществително, а по-скоро е проблем на същността, намирането на правилния пазарен аналог за конкретен финансов продукт. Дори ако бъде прието, че пощенските спестовни сертификати представляват структурирани облигации, те би трябвало във всеки случай да бъдат съпоставени със структурирани облигации с подобни характеристики, с облигации с интегрирана възможност за предсрочно възстановяване от американски тип и нищо повече.

([63]) Дори приемането на държавните облигации като най-близък пазарен аналог на пощенските спестовни сертификати, на същото основание като издадените от банка облигации, експертът стигна до заключението, че тяхното включване няма да засегне емпиричната оценка на пазарното възнаграждение за разпространение на пощенски спестовни сертификати. Комисията споделя тази гледна точка.

VIII.3. **Прогнозно пазарно възнаграждение за пощенските спестовни сертификати**

VIII.3.1. *Методология за оценяване на пазарното възнаграждение*

а) Пощенски спестовни сертификати

(151) Комисията счита, че методологията и изчисленията на експерта по отношение на еквивалентните авансови такси за пощенските спестовни сертификати са подходящи. По-конкретно:

— разделянето на възнаграждението според неговия характер (годишно, авансово, друго) е подходящо, и

— очаквания срок, изчислението на настоящата стойност и на сконтовия лихвен процент за всички продукти, приети от експерта, се базират на разумни допускания.

(152) Като заключение, авансовите такси, определени от експерта, са правилни.

б) Пазарни анализи

(153) Комисията взема предвид ограниченията на наличните данни и е съгласна с експерта, че въз основа на икономическата литература и пазарните проучвания не съществува финансов продукт, който е напълно сравним с пощенските спестовни сертификати по отношение на всички идентифицирани уместни фактори. Комисията счита, че значителен обем от количествените и качествените данни, събрани и използвани от експерта, са достатъчни за целите на настоящото решение ([64]).

(154) Комисията е съгласна, че е уместно да се направи заключение, свързано с целия период (2000—2006 г.), тъй като чрез интервютата на място, проведени от експерта, беше установено, че не е имало значителна промяна в размера на таксите за разпространение на банкови облигации от 2000 г. насам (според някои отговори техният размер дори е намалял). Освен това преговорите между страните са довели до съществени промени в условията на възнагражденията през годините (например годишната такса за управление е спаднала както в процентно отношение, така и по размер). Комисията е на мнение, че договарянето на таксите трябва да отчита многогодишната перспектива. Следователно е важно разсъжденията да обхващат многогодишен период.

(155) Освен това Комисията е съгласна с експерта, че тъй след като схемите за възнаграждение за пощенските спестовни сертификати и за всички съпоставими финансови продукти са различни, процентът на възнаграждение за разпространението на отделните продукти трябва да се изразява чрез хомогенни условия. В това отношение, тъй като при банковите облигации единствените такси, които се плащат, са таксите за разпространение, Комисията счита за правилно да се изчисляват еквивалентните авансови такси за взаимните фондове.

(156) Комисията също така счита, че регресивният анализ, извършен на базата на извадка от банкови облигации, изглежда като цяло най-добрият метод за установяване на пазарното възнаграждение за разпространение на пощенски спестовни сертификати. Комисията е съгласна с експерта, че дескриптивната статистика за взаимните фондове, идентифицирани като пазарни аналози както от ABI, така и от Италия, може да бъде използвана за достигане на съществени заключения. Съответно Комисията заключава, че средните стойности и очакваните стойности, изчислени от експерта, са приемливи.

([64]) Експертът събра голям брой проспекти за банкови облигации, котирани на TLX, вторият организиран фондов пазар за ценни книжа в Италия (след Borsa Italiana), който се управлява от TLX SpA. Той се консултира и с интернет страниците на основните италиански банки: Mediobanca, Intesa San Paolo, Unicredit, UBI Banca, Banca Carige, Cassa di Risparmio di Pistoia, Banca Popolare di Verona, Banca Antonveneta, Banca Popolare di Milano, Banca delle Marche, Banca IMI, Mediocredito del Friuli Venezia Giulia, Cassa di Risparmio di Parma e Piacenza, Banca Popolare di Vicenza и Monte dei Paschi di Siena, както и с интернет страницата на PI. Той включи в базата данни всички емисии на банкови облигации, деноминирани в евро, за които проспектът показва таксите за разпространение. Наборът от данни съдържа 511 емисии на облигации, разпространявани на италианския пазар. Обявяването на таксите за разпространение стана задължително едва неотдавна (чрез Директивата за проспектите, транспонирана в италианското законодателство през март 2006 г., влязла в сила през ноември 2006 г.), а базата данни съдържа основно облигации, издадени след 2006 г. Въпреки това той успя да установи таксите за разпространение за 162 банкови облигации, издадени преди 2006 г. Като цяло наборът от данни се състои от емисии, направени от 42 емитенти и разпространени чрез 28 банкови мрежи.
Експертът също така проведе няколко интервюта на място с цел да получи представа за факторите, които могат да имат връзка с таксите за разпространение.

(157) Между Комисията и експерта възникна техническа разлика по отношение на границите, които следва да бъдат приложени към очакваните стойности (стандартна грешка/стандартно отклонение) с цел да се изясни дали възнаграждението отговаря на пазарните изисквания. При все това, не се налага Комисията да изследва подробно този въпрос тук, тъй като границите няма да бъдат необходими за неговата оценка.

VIII.3.2. *Анализ на пазарното съответствие*

(158) Трябва да бъде извършена оценка дали следните продукти съответстват на пазарните условия през съответния период:

Таблица 15

Период на записване на различните видове пощенски спестовни сертификати

Категория на сертификата	Безналична форма	Форма върху хартия
Обикновен	2003—2006 г.	2000—2006 г.
С фиксиран срок	*Не е налична за записване*	2000—2002 г.
18-месечен	2005—2006 г.	2005—2006 г.
Индексиран: обвързан със собствения капитал	2003—2006 г.	*Не е налична за записване*
Индексиран: обвързан с инфлацията	2006 г.	*Не е налична за записване*

а) Безналични сертификати

(159) По отношение на безналичните пощенски спестовни сертификати сравнението на стойностите в таблици 9 и 10 показва следното.

— обикновени сертификати: през съответния период авансовият еквивалент на сертификатите е 2,64 %, докато най-ниската оценка на очакваната стойност е 3,05 %. Следователно възнаграждението е в съответствие с пазарните условия,

— 18-месечни сертификати: през съответния период авансовият еквивалент на сертификатите е 0,65 %, докато очакваната стойност е 0,63 %. Възнаграждението за сертификатите е толкова близо до очакваната стойност, че Комисията може обосновано да направи единствено заключението, че то отговаря на пазарните условия ([65]). Освен това Комисията счита, както демонстрира експертът, че най-сходният банков продукт е депозитният сертификат (CD). Въпреки малкия размер на извадката от тези депозитни сертфикати (при които няма авансова такса за разпространение и с годишни такси в размер на 0,60 %), Комисията е на мнение, че за целите на настоящото решение е възможно да се установи нивото на таксата за разпространение. Ако се изчисли настоящата стойност на годишна такса в размер на 0,60 % за 18-месечна ценна книга ([66]) за годините 2005 и 2006, получената еквивалентна авансова такса е в размер на 0,863 %, което е повече от прогнозната стойност на авансовата такса за 18-месечни пощенски спестовни сертификати. Следователно възнаграждението е в съответствие с пазарните условия ([67]),

— обвързани с индекс сертификати: през съответния период авансовият еквивалент на сертификатите е 2,64 %. Въпреки това, поради ограничената обяснителна сила на регресивния анализ по отношение на извадката от структурирани банкови облигации (вж. бележка под линия 55) и предвид факта, че взаимните фондове не са подходящи за сравнение с обвързаните с индекс пощенски спестовни сертификати, Комисията споделя мнението на експерта, че сравнението трябва да се основава на резултатите от дескриптивната статистика. Тези резултати показват, че:

([65]) Освен това, дори ако стандартното отклонение, изчислено от експерта, не е подходящо, много е вероятно в действителност прогнозираната пазарна стойност плюс една поправена стандартна грешка да надвиши възнаграждението, плащано на PI.

([66]) Като се допуска шестмесечно плащане на такса в размер на 0,30 %.

([67]) Авансова такса в размер до около 0,7 % ще бъде в съответствие с пазарните условия.

i) възнаграждението за обвързаните с инфлацията пощенски спестовни сертификати през единствената година на тяхното издаване — 2006 г. — е под средните възнаграждения за обвързаните с инфлацията банкови облигации (2,82 % от 42 наблюдения);

ii) възнаграждението за обвързаните с индекс пощенски спестовни сертификати през въпросните години (2003—2006 г.) е под средното възнаграждение за обвързаните с индекс банкови облигации (3,10 % от 109 наблюдения).

Следователно възнаграждението е в съответствие с пазарните условия.

б) 18-месечни сертификати на хартиен носител

(160) Възнагражденията за 18-месечните пощенски спестовни сертификати имат същата ставка като и безналичните сертификати (тъй като за този тип сертификат няма годишна такса за управление). Следователно тази категория сертификати също е в съответствие с пазарните условия.

в) Обикновени сертификати на хартиен носител и сертификати с фиксиран срок на хартиен носител

(161) Остава единствено да бъде установено дали възнаграждението за обикновените пощенски спестовни сертификати върху хартия за годините 2000—2006 г. и за сертификатите с фиксиран срок на хартиен носител за периода 2000—2002 г. е в съответствие с пазарните условия.

(162) Комисията посочва, че експертът също така сравнява пощенските спестовни сертификати на хартиен носител с безналични пазарни аналози, тъй като той не бе в състояние да идентифицира подходящи пазарни аналози на хартиен носител сред продуктите, налични на пазара.

(163) Комисията е на мнение, че специфичните функции, които PI изпълнява в случая с облигациите на хартиен носител, са различни от простото изготвяне на сертификати върху хартия, за което се плаща отделна такса (вж. съображения 130—132).

(164) Трябва да се отбележи, че разликата между общите такси за пощенските спестовни сертификати на хартиен носител и в безналична форма произтича единствено от компонента управление на таксата ([68]).

(165) PI изпълнява специфични функции, свързани с управлението на пакета от сертификати на хартиен носител. Обикновените пощенски спестовни сертификати могат да бъдат „купени“ на хартиен носител всеки ден във всеки италиански пощенски офис от всеки, който се представи в пощенския офис с документ за идентификация и със сумата, която желае да инвестира в сертификатите, в брой. Не е необходимо да има текуща сметка в PI, тъй като спестовните сертификати на хартиен носител могат да бъдат закупени срещу пари в брой. Персоналът на гишето ще помоли клиента да попълни няколко фомуляра, ще въведе името на клиента върху сертификатите и ще предаде сертификатите на клиента. При обратното изкупуване на сертификатите процедурата е до голяма степен същата. Управлението на тези стъпки изисква организационни усилия, които не са необходими, или поне са по-малки, при безналичните пощенски спестовни сертификати и банкови облигации.

(166) По този начин по-голямото възнаграждение за годишния пакет сертификати на хартиен носител изглежда оправдано от специфичните функции, които PI изпълнява по отношение на тези сертификати на хартиен носител, така че едно сравнение между цялостния размер на прогнозните авансови такси за обикновените пощенски спестовни сертификати на хартиен носител и издаваните от банките облигации би представлявало предубеждение срещу PI, а отговорът на въпроса дали възнаграждението за пощенските спестовни сертификати е в съответствие с пазарните условия следва да се основава преди всичко на данните, засягащи безналичните сертификати.

([68]) Частта от таксата, свързана със записването, е еднаква при сертификатите на хартиен носител и при безналичните сертификати.

(167) Комисията е съгласна с експерта, че PI извършва специфични функции в случая с пощенските спестовни сертификати на хартиен носител, които превишават компенсацията за материалното производство на сертификатите на хартиен носител ([69]). Допълнителните функции оправдават по-високите годишни такси. Средно за периода, годишното възнаграждение, плащано на PI за специфичните допълнителни функции по управлението на сертификатите на хартиен носител, възлиза на около 0,14 % от пакета от сертификатите на хартиен носител (вж. таблица 4) ([70]). Разходите, направени по управлението на сертификатите на хартиен носител, не могат да бъдат точно определени в количествено отношение, но Комисията е на мнение, че малкото допълнително възнаграждение, идентифицирано тук, не е завишено предвид работата и организационните усилия, необходими за управлението на сертификатите на хартиен носител (описани в параграф 166). През 2006 г. таксите за управление, плащани на PI, възлизат едва на 7 126 EUR на пощенски клон. През периода 2000—2001 г., когато между страните ([71]) са договорени конкретни качествени цели, таксите за управление, плащани на PI, възлизат съответно на 18 064 EUR и 14 231 EUR на пощенски клон ([72]). Комисията е на мнение, че тези нива на таксите са пропорционални на управлението на сертификатите на хартиен носител и че са в съответствие с пазарните условия. Комисията също така отбелязва, че тенденцията на това годишно възнаграждение е низходяща и че се очаква обемът на сертификатите на хартиен носител да намалява с течение на времето.

(168) Пощенските спестовни сертификати с фиксиран срок не са били предлагани в безналична форма: тук Комисията изчисли таксите, плащани на PI, без да включва възнаграждението за управление. Като се прилага консервативен подход ([73]), за периода 2000—2002 г. получената стойност е средно 1,72 %, което е под най-ниското прогнозно пазарно възнаграждение (1,76 % — вж. таблица 10) и е по-малко от няколко оценки на възнаграждението за пощенските спестовни сертификати с фиксиран срок като се отчитат ценообразуващите политики на различните дистрибутори (вж. таблица 11, група Б). Ето защо Комисията стига до заключението, че възнаграждението, плащано за пощенски спестовни сертификати с фиксиран срок на хартиен носител, е в съответствие с пазарните условия.

(169) Тези съображения водят до заключението, че възнагражденията за обикновените пощенски спестовни сертификати на хартиен носител и пощенските спестовни сертификати с фиксиран срок на хартиен носител са в съответствие с пазарните условия.

(170) Комисията съответно стига до заключението, че плащаното възнаграждение през годините 2000—2006 г. е в съответствие с пазарните условия за всички пощенски спестовни сертификати на хартиен носител.

Алтернативен метод

(171) Като алтернатива в този конкретен случай Комисията би могла да възприеме гледната точка, че таксите, плащани на PI, са били в съответствие с пазарните условия докато са били по-ниски от най-високата оценка на очакваната стойност.

(172) Ако бъде възприета тази гледна точка, от таблица 10 се вижда, че възнаграждението за обикновените пощенски спестовни сертификати на хартиен носител и пощенските спестовни сертификати с фиксиран срок на хартиен носител би било в съответствие с пазарните условия: най-високата оценка на очакваната стойност за обикновените пощенски спестовни сертификати на хартиен носител е 4,54 % (най-високата граница на очакваната стойност), докато максималната такса за периода 2000—2006 г. е 3,07 %. Съответните стойности за пощенските спестовни сертификати с фиксиран срок на хартиен носител са 3,34 % и 3,09 %.

VIII.3.3. *Конкретни наблюдения*

а) Методология на променливото годишно възнаграждение

(173) Ако беше използвала методологията на променливото годишно възнаграждение, Комисията би стигнала до същите заключения.

([69]) Допълнителните преки разходи, направени за изготвянето на сертификати на хартиен носител, се плащат отделно — вж. раздел VIII.3.3.б.

([70]) Таксите за управление не са изчислени по същия начин за периода 2000—2006 г., но това не променя оценката, направена от Комисията.

([71]) Комисията е доволна от теста за стабилност, проведен от експерта във връзка със сумите, платени през 2001 г. и 2002 г. за определени функции освен разпространението на пощенски спестовни сертификати.

([72]) През 2000 г. са съществували 13 950 пощенски клона, а през 2001 г. те са 13 787 (източник: годишните доклади на PI).

([73]) Таксата за управление, използвана в настоящото изчисление, е 0,13 %, което е най-ниският размер на таксите за управление, плащани на PI през периода 2000—2002 г., и определено не може да бъде считана за прекалено висока. Сконтовият лихвен процент, използван от Комисията тук, представлява средната стойност на годишните сконтови лихвени проценти за период от пет години. Един алтернативен подход би включвал прилагане на действителната такса за управление, плащана на PI година след година, върху срока на облигациите с фиксиран срок. Тази методология би довела до едно още по-категорично заключение, че таксите, платени за пощенските спестовни сертификати с фиксиран срок на хартиен носител, отговарят на пазарните изисквания.

(174) Методологията на променливото годишно възнаграждение е приемлива, тъй като Комисията счита, че при ежегодните преговори между PI и CDP се отчита променливостта на годишните такси.

(175) Ако Комисията беше следвала този подход, нейните заключения за пазарното съответствие биха били дори още по-категорични.

б) Възнаграждение за изготвяне на сертификати в хартиена форма

(176) Експертът отбелязва, че може да бъде заявено с пълна сигурност, че оборотът на продукти на хартиен носител е специфичен за пощенските спестовни сертификати, с изключение единствено на продуките на взаимните фондове, където това продължава да бъде законно. По същия начин ABI признава, че финансовите пазари в момента работят почти изключително само с безналични продукти. ABI не представя аргументи или данни, показващи как следва да бъде определено дали това възнаграждение е в съответствие с пазарните условия, нито дали противоречи на изчислението на едно съпоставимо възнаграждение за изготвяне на сертификати на хартиен носител чрез сравнение със сертификатите на хартиен носител, издавани от взаимните фондове. Следователно Комисията е съгласна със заключението на експерта по този въпрос (вж. съображения 130—132).

VIII.4. **Отговор от Италия и ABI на останалите коментари**

VIII.4.1. *Италия*

(177) По отношение на аргументите, изложени от Италия във връзка с пазарното съответствие на маржа за предлагане на пощенски спестовни сертификати (съображения 85—88), Комисията би отбелязала, че маржът на симулираната печалба, посочен от Италия за пощенските спестовни сертификати, не е достатъчен, за да се демонстрира пазарното съответствие на таксите за разпространение на сертификатите, тъй като, както признават италианските органи, PI не поддържа отделни сметки за отделните финансови продукти, така че за целите на настоящото решение не е възможно да бъде събрана надеждна информация за приходите и разходите, генерирани от сертификатите.

(178) Съпоставката, направена между цялостния марж на печалбата на PI/Bancoposta и маржа на всички съпоставими дейности на търговските банки, е дори още по-слабо изразен.

(179) Следователно Комисията счита, че не може да бъде направено заключение на базата на този аргумент по отношение на пазарното съответствие на таксите за разпространение на пощенските спестовни сертификати, които представляват само една от услугите, предоставяни от Bancoposta и които трябва да бъдат съпоставени с дейностите и продуктите на търговските банки, които не са съпоставими.

(180) По отношение на съпоставката, направена от италианските органи между таксите за разпространение на пощенските спестовни сертификати и таксите за пощенските спестовни книжки и тяхното екстраполиране от считаното за съответстващо на пазарните изисквания възнаграждение за пощенските спестовни сертификати през средния срок на тяхното съществуване (вж. съображения 83), Комисията приема на базата на анализите, извършени от експерта, че допускането на линеен ефект на матуритета върху таксите за разпространение е прекалено опростен подход. Освен това, много по-подходящо е да се сравняват пощенски спестовни сертификати с финансов инструмент, издаден от пазарни оператори.

VIII.4.2. *ABI*

(181) ABI настоява, че вътрешната норма на възвращаемост на държавните облигации е винаги по-ниска от тази на корпоративните облигации със същия рейтинг, както и че това се дължи на разлика в риска дори когато съответните финансови инструменти имат еднакъв рейтинг; според Комисията обаче разликата във възвращаемостта се обяснява по-добре с разлики между мрежите за разпространение (продажби на дребно и на едро) отколкото с различие в нивото на риска.

VIII.5. **Отделно счетоводство**

(182) Съгласно общностната рамка за държавните помощи под формата на компенсации за обществена услуга ([74]), когато едно предприятие е натоварено с извършването на няколко услуги от общ икономически интерес, вътрешните му сметки трябва да позволяват да се гарантира, че няма свръхкомпенсация на нивото на всяка услуга от общ икономически интерес.

(183) От информацията, предоставена от Италия, е видно, че във вътрешните сметки на PI не съществува подходящо разделение на разходите и приходите, свързани с услугата от общ икономически интерес, отнасяща се до пощенските спестовни продукти, и разходите и приходите, свързани с други услуги.

(184) Следователно Комисията би желала да напомни на Италия, че трябва да изпълни свое задължение в това отношение.

IX. **ЗАКЛЮЧЕНИЯ**

(185) Пазарното възнаграждение, плащано от Италия на PI за разпространението на пощенски спестовни сертификати, представлява правилна оценка на нивото на разходите, които едно типично и добре управлявано предприятие би направило за изпълнение на същите задължения, като се отчитат постъпленията и една разумна печалба за тяхното изпълнение.

(186) Тъй като услугата от общ икономически интерес е била възложена на PI и CDP през 2004 г., четирите условия от решението *Altmark* са удовлетворени. Възнаграждението, плащано на PI за разпространението на пощенски спестовни сертификати между 2004 г. и 2006 г., не представлява държавна помощ.

(187) Преди услугата от общ икономически интерес да бъде възложена на PI и CDP, възнаграждението, плащано на PI за разпространението на пощенски спестовни сертификати, е отговаряло на пазарните условия. Тъй като PI не е получила някакво преимущество, възнаграждението не е представлявало държавна помощ.

(188) Комисията счита, че възнаграждението, плащано на PI за разпространението на пощенски спестовни сертификати през годините 2000—2006 г., не представлява държавна помощ,

ПРИЕ НАСТОЯЩОТО РЕШЕНИЕ:

Член 1

Възнаграждението, плащано от италианските обществени органи на Poste Italiane за разпространението на пощенски спестовни сертификати (*buoni fruttiferi postali*) през годините 2000—2006 г., не представлява държавна помощ по смисъла на член 87, параграф 1 от Договора.

Член 2

Адресат на настоящото решение е Италианската република.

Съставено в Брюксел на 21 октомври 2008 година.

За Комисията

Neelie KROES

Член на Комисията

([74]) ОВ C 297, 29.11.2005 г., стр. 4.