II

(Actos adoptados en aplicación de los Tratados CE/Euratom cuya publicación no es obligatoria)

DECISIONES

COMISIÓN

DECISIÓN DE LA COMISIÓN

de 21 de octubre de 2008

relativa a la ayuda estatal C 49/06 (ex NN 65/06) ejecutada por Italia para remunerar a Poste Italiane por la colocación de certificados de ahorro postales

[notificada con el número C(2008) 5585]

(El texto en lengua italiana es el único auténtico)

(Texto pertinente a efectos del EEE)

(2009/554/CE)

LA COMISIÓN DE LAS COMUNIDADES EUROPEAS,

Visto el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea y, en particular, su artículo 88, apartado 2, párrafo primero,

Visto el Acuerdo sobre el Espacio Económico Europeo y, en particular, su artículo 62, apartado 1, letra a),

Después de haber emplazado a los interesados para que presentaran sus observaciones de conformidad con los citados artículos [1] y teniendo en cuenta dichas observaciones,

Considerando lo siguiente:

I. PROCEDIMIENTO

(1) Por carta de 30 de diciembre de 2005, la Asociación Italiana de Banca [«l'Associazione Bancaria Italiana» (en lo sucesivo, «ABI»)] presentó una denuncia ante la Comisión en relación con una serie de presuntos beneficios en favor de las actividades bancarias de Poste Italiane SpA (en lo sucesivo, «PI»), llevadas a cabo por una división completamente integrada en PI denominada Bancoposta.

(2) De acuerdo con la denuncia, PI habría percibido una compensación excesiva por los costes derivados de la colocación de productos financieros de ahorro postal en nombre y por cuenta de Cassa Depositi e Prestiti SpA (en lo sucesivo, «CDP»). PI gozaría asimismo de una segunda ventaja por tener la exclusiva de ese servicio, lo que disminuiría el interés de los clientes por otros productos bancarios similares.

(3) Por carta de 7 de febrero de 2006, la Comisión solicitó una serie de aclaraciones, relacionadas fundamentalmente con el ahorro postal. Tras pedir una prórroga del plazo de respuesta, Italia contestó por carta de 21 de abril de 2006. Con posterioridad, por carta de 29 de junio de 2006, la Comisión solicitó más aclaraciones, que Italia facilitó por cartas de 31 de julio y 9 de agosto de 2006.

(4) El 30 de marzo de 2006, se celebró una reunión con las autoridades italianas y con los representantes de PI.

(5) La Comisión solicitó aclaraciones a la ABI por carta de 20 de abril de 2006, a la que ABI respondió por otra de 8 de junio de 2006.

(6) Por carta de 22 de noviembre de 2006, la Comisión comunicó a Italia su decisión de incoar el procedimiento previsto en el artículo 88, apartado 2, del Tratado CE con respecto a esta medida.

[1] DO C 31 de 13.2.2007, p. 11.

(7) La decisión de la Comisión de incoar el procedimiento se publicó en el *Diario Oficial de la Unión Europea* ([2]). La Comisión emplazó a los interesados para que presentaran sus observaciones.

(8) Las autoridades italianas lo hicieron por carta de 2 de febrero de 2007.

(9) La ABI respondió por carta de 13 de marzo de 2007. Por carta de 20 de marzo de 2007, la Comisión transmitió las observaciones de la ABI a las autoridades italianas, dándoles la oportunidad de responder. Las autoridades italianas respondieron por carta de 18 de abril de 2007.

(10) El 20 de marzo de 2007 se celebró una reunión entre la ABI y los servicios de la Comisión.

(11) Por carta de 23 marzo de 2007, la Comisión solicitó a la ABI algunas aclaraciones, que esta proporcionó por carta de 18 de mayo de 2007. Por carta de 23 de mayo de 2007 la Comisión transmitió las observaciones de ABI a las autoridades italianas, que respondieron por carta de 22 de junio de 2007.

(12) El 25 de enero de 2008, la Comisión pidió información complementaria a Italia, que esta facilitó el 11 de marzo de 2008, el 13 de mayo de 2008 y el 17 de junio de 2008.

(13) En enero de 2007 la Comisión convocó una licitación (2007/S 29-034352) para la realización de un estudio sobre la remuneración pagada por la colocación de los certificados de ahorro postales. Como cabía la posibilidad de que existiera un conflicto de intereses con respecto a uno de los competidores, la Comisión pidió a las autoridades italianas y a la ABI, por carta de 29 de junio de 2007, que le trasmitieran sus observaciones al respecto; Italia respondió por carta de 5 de julio de 2007.

(14) El 9 de noviembre de 2007, una vez expirada la validez de las ofertas, la Comisión publicó una nueva licitación (COMP/2007/D3/23) y el 20 de diciembre de 2007 celebró un contrato para la elaboración del estudio con un experto independiente (en lo sucesivo, «el experto»). El 21 de junio de 2008, el experto entregó a la Comisión el informe final del estudio.

II. **ACTIVIDADES DE CDP Y PI/BANCOPOSTA — MERCADOS DE REFERENCIA**

II.1. **CDP**

(15) CDP pasó de ser un organismo estatal a ser una sociedad anónima a finales de 2003. Desde entonces, a pesar de la transferencia de un 30 % de su capital accionarial a 65 fundaciones bancarias ([3]), CDP permanece bajo el control del Estado.

(16) La misión de CDP consiste en favorecer el desarrollo de las inversiones públicas, de las obras de infraestructura necesarias para la prestación de servicios públicos de carácter local y de las grandes obras de interés nacional.

(17) Desde 2003, las actividades de CDP se canalizan a través de dos ramas empresariales distintas:

— la primera, denominada «gestión separada», gestiona la financiación de las inversiones del Estado, de las regiones, y de las colectividades locales, de las entidades públicas y de los organismos de Derecho Público. La captación de ahorro postal supone la mayor fuente de fondos de esta actividad,

— la segunda, denominada «gestión ordinaria», se dedica a financiar obras, instalaciones y dotaciones destinadas a prestar servicios públicos y a las obras de saneamiento. Con ese fin, CDP puede captar fondos mediante la emisión de títulos, de operaciones de crédito y de otras operaciones financieras, sin garantía del Estado.

II.2. **PI**

(18) PI es el proveedor del servicio postal universal en Italia y está sujeto a las obligaciones que como tal le incumben ([4]) de conformidad con la legislación nacional ([5]) y los reglamentos relativos al servicio postal universal. En la actualidad, los servicios financieros no están incluidos en el servicio de interés económico general confiado a PI.

(19) Además de garantizar el servicio postal universal, PI puede ofrecer productos y servicios integrados de comunicación, logísticos y financieros en todo el territorio nacional. Los datos principales se recogen en el siguiente cuadro ([6]).

([2]) Véase la nota 1.

([3]) De conformidad con el artículo 5 del Decreto-Ley nº 269, de 30 de septiembre de 2003, convertido en la Ley nº 1326, de 24 de noviembre de 2003, las acciones de CDP se asignaron al Estado. Por otra parte, la suma de las participaciones de fundaciones y otras entidades públicas o privadas en el capital de CDP tiene que ser minoritaria.

([4]) El servicio postal universal incluye la recogida, el transporte, la clasificación y la distribución de envíos postales de hasta 2 kg y de paquetes postales de hasta 20 kg, así como los servicios relativos a los envíos certificados y asegurados.

([5]) Decreto legislativo nº 261, de 22 de julio de 1999, publicado en la *Gazetta Ufficiale* nº 182 de 5.8.1999, y Decreto de 17 de abril de 2000 del Ministerio de Comunicaciones publicado en la *Gazetta Ufficiale* nº 102 de 4.5.2000.

([6]) *Fuente*: Sitio Web de PI; marzo de 2008.

Cuadro 1

Datos económicos relativos a las actividades principales de PI

Año 2006	
Personal total (media anual)	151 470
Zonas territoriales	9
Filiales	140
Estafetas de correo	13 893
Principales datos económicos del grupo Poste Italiane	
	(en millones EUR)
Ingresos totales	17 055,6
Ingresos por ventas y prestaciones	15 932,2
De los cuales:	
— servicios postales	5 339,4
— servicios financieros	4 382,5
— servicios de seguros	5 993,6
— otros servicios	216,7
Otros ingresos	1 123,3
Beneficio neto	675,7
Servicios postales	
Productos y servicios	volumen (número de envíos)
Correo (ordinario, prioritario, certificado, asegurado, actos judiciales, otros)	3 522 792 200
Corro comercial (Postatarget, catálogos, correo sin dirección, etc.)	1 887 699 700
Periódicos (impresos, aparatos, libros, etc.)	1 216 045 800
Comunicaciones electrónicas (telegramas, fax, télex)	17 442 800
Correo urgente (Poste Italiane y Sda)	46 284 600
Paquetes	16 052 000
Ahorro postal	
Libretas de ahorro, certificados de ahorro y cruenta corrientes postales: total	282 408 millones EUR
Pólizas de seguro de vida: importes suscritos	5 989 millones EUR
Cuenta Bancoposta: número de cuentas corrientes abiertas	4 880 000
Tarjeta Postepay: número de tarjetas emitidas	2 801 000

(20) De acuerdo con el balance de PI, en 2006, los servicios postales supusieron el 33,5 % de los ingresos totales del grupo; los servicios financieros, el 27,5 %; y los seguros, el 37,6 %. Los servicios financieros generaron el 82,0 % de los beneficios de explotación del Grupo PI y los servicios de seguros, el 18,7 %. Los servicios postales generaron una pérdida de explotación de 4 millones EUR.

(21) Antes de diciembre de 2003, PI era propiedad del Estado italiano al cien por cien. En diciembre de 2003, el Estado transfirió el 35 % del capital social de PI a CDP. Poste Italiane SpA también es un ente privado controlado por el Estado.

II.2.1. *Servicios postales*

(22) Según un estudio reciente ([7]), antes de la incorporación de la primera Directiva Postal ([8]), el italiano era un mercado postal relativamente abierto. Operadores distintos de PI podían encargarse de la distribución del correo directo y del correo híbrido. Algunos operadores de correo locales distribuían correo en régimen de subcontratación con PI. Tras la incorporación de la Directiva, el reparto del correo híbrido se incluyó en el ámbito reservado a PI y desapareció la subcontratación. El correo internacional saliente y entrante pasó a formar parte del ámbito reservado a PI. El 1 de enero de 2003 se incorporó a la legislación italiana la segunda Directiva Postal ([9]), que prevé la plena liberalización del mercado postal de la UE antes del 1 de enero de 2009 y que limita el ámbito reservado a la correspondencia de hasta 100 g y al correo prioritario cuya tarifa sea tres veces la tarifa básica. Desde el 1 de enero de 2006, el ámbito reservado está limitado a la correspondencia de hasta 50 g y al correo prioritario cuya tarifa sea dos veces y media la tarifa básica. Además, permanecen entre los servicios reservados la actividades de gestión interna («back office») y la distribución de correo al por mayor. En la actualidad, el mercado postal está relativamente abierto a la competencia *de jure*, puesto que el reparto de correo directo está liberalizado. Las normas de acceso al mercado no se consideran rigurosas ([10]).

(23) El 19 de octubre de 2006, la Comisión propuso una nueva Directiva postal con el objetivo de completar el mercado único de los servicios postales de la Comunidad. La Directiva ([11]) entró en vigor el 27 de febrero de 2008 y establece la abolición de los monopolios legales de servicios postales antes del 31 de diciembre de 2010, aunque permite que algunos Estados miembros amplíen el plazo a diciembre de 2012.

II.2.2. *Servicios financieros*

(24) El Decreto del Presidente de la República nº 144, de 14 de marzo de 2001, establece las normas que rigen los servicios bancarios y financieros que puede prestar PI y que constituyen el objeto de la actividad de BancoPosta. Esos servicios incluyen: todas las fórmulas de captación de ahorro del público; los servicios de pagos; el cambio de divisas; la promoción y colocación de préstamos concedidos por bancos y otros intermediarios financieros autorizados; algunos servicios de inversión (negociación por cuenta de terceros y colocación y recaudación de órdenes, excluyendo así la negociación en nombre propio y la gestión individual de carteras). Se prohíbe expresamente a PI llevar a cabo actividades de financiación.

(25) PI/BancoPosta puede ser considerada como un establecimiento de ahorro, como un intermediario financiero. Aunque no es un banco, utiliza las numerosas oficinas de correos de PI para realizar sus operaciones y ofrecer productos bancarios y otros productos financieros.

(26) Las 13 893 oficinas de correos (por término medio, al menos una por municipio) convierten a PI en la red bancaria más extensa de Italia, lo que deben verse como una ventaja más que como una carga: los costes de la red se sufragan con los servicios financieros de PI y, por consiguiente, no constituyen una carga para el proveedor del servicio universal ([12]).

(27) La agencia de calificación financiera Fitch afirmaba en un informe publicado en 2004 que PI/BancoPosta tenía una capacidad de llegar a toda la población italiana que ningún banco nacional podría igualar en un futuro próximo ([13]). Por otra parte, Fitch consideraba que PI había hecho del desarrollo de los servicios financieros el elemento central de su estrategia.

(28) PI ofrece una amplia gama de servicios financieros que compiten con los que ofrece el sistema bancario:

— servicios de captación directa e indirecta de ahorros y préstamos,

— servicios de pago,

— colocación de productos financieros y de inversión.

([7]) «Development of Competition in the European postal sector», ECORYS-NEI, julio de 2005.

([8]) Directiva 97/67/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de diciembre de 1997, relativa a las normas comunes para el desarrollo del mercado interior de los servicios postales de la Comunidad y la mejora de la calidad del servicio (DO L 15 de 21.1.1998, p. 14).

([9]) Directiva 2002/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 10 de junio de 2002, por la que se modifica la Directiva 97/67/CE con el fin de proseguir la apertura a la competencia de los servicios postales de la Comunidad (DO L 176 de 5.7.2002, p. 21).

([10]) Véase la nota 7.

([11]) Directiva 2008/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de febrero de 2008, por la que se modifica la Directiva 97/67/CE en relación con la plena realización del mercado interior de servicios postales comunitarios (DO L 52 de 27.2.2008, p. 3).

([12]) Estudio de PriceWaterhouseCoopers, «The Impact on Universal Service of the Full Market Accomplishment of the Postal Internal Market in 2009», Informe final, mayo de 2006.

([13]) Informe especial de Fitch Ratings, «The European Regulated Mail Sector: Tomorrow's deliveries», de 9 de julio de 2004.

(29) A los efectos de la presente Decisión, los instrumentos de captación, en particular los de captación del ahorro postal, constituyen el elemento más importante, ya que PI capta fondos en nombre y por cuenta de CDP a través de la colocación de los certificados de ahorro y las libretas de ahorro postales.

(30) En los últimos años, PI ha ampliado considerablemente la gama de los servicios de pago que ofrece a sus clientes, añadiendo a los instrumentos tradicionales de su actividad (formularios de transferencia y giros postales) una serie de instrumentos que antes solo ofrecían los bancos (tarjetas de crédito y débito, transferencias de crédito, domiciliaciones de facturas de servicios públicos) ([14]).

(31) Finalmente, PI se encarga de colocar los siguientes productos financieros y de inversión:

— obligaciones estructuradas emitidas por los bancos,

— pólizas de seguro suscritas por Poste Vita ([15]),

— fondos de inversión gestionados por la empresa de gestión de activos BancoPosta Fondi SGR ([16]),

— operaciones de financiación por cuenta de terceros: se ofrecen préstamos personales e hipotecas en nombre de bancos.

III. **MEDIDAS SOMETIDAS A EVALUACIÓN**

(32) La medida sometida a evaluación es la remuneración pagada por CDP a PI por la colocación de certificados de ahorro durante el período 2000-2006.

III.1. **Ahorro postal**

(33) El Decreto del Ministerio de Economía y Hacienda de 6 de octubre de 2004 ([17]) (en lo sucesivo, «el Decreto») relativo al Decreto-Ley nº 269, de 30 de septiembre de 2003, define en su artículo 1, párrafo primero, el ahorro postal como «la captación de fondos, con obligación de reembolso, respaldada con la garantía del Estado, realizada por CDP a través de PI». A tal efecto se utilizan las libretas de ahorro postal y los certificados de ahorro postales.

(34) Según el artículo 1, párrafo segundo, del Decreto, el ahorro postal, esto es la captación de fondos efectuada por CDP a través de PI, constituye un servicio de interés económico general.

III.1.1. *Libretas de ahorro*

(35) Las libretas de ahorro postal son instrumentos de captación garantizados por el Estado y, por lo tanto, de bajo riesgo. Las libretas de ahorro postal pueden ser de dos clases: libretas nominativas y libretas al portador. Entre las principales operaciones registradas en la libreta figuran los ingresos y los pagos.

(36) El 22 de noviembre de 2006, la Comisión decidió que la remuneración abonada por CDP a PI por la colocación de las libretas de ahorro postal durante el período 2000-2005 no constituía una ayuda estatal con arreglo al artículo 87, apartado 1, del Tratado.

III.1.2. *Certificados de ahorro postales (buoni fruttiferi postali)*

(37) Los certificados de ahorro postales (BFP, por sus siglas en italiano) son instrumentos de captación garantizados por el Estado y, por lo tanto, de bajo riesgo. Los BFP no son negociables, al no poder cederse en virtud de una disposición legal expresa, y pueden amortizarse en cualquier momento con restitución del capital y abono de los intereses devengados, una característica que equivale a la existencia de una opción de venta (*put*) de tipo americano que permite al ahorrador solicitar el reembolso, a un precio predeterminado, en cualquier momento de la vida del bono. Los intereses se liquidan en su totalidad en el momento del reembolso y están sujetos a una retención fiscal del 12,5 %.

(38) Los BFP son bonos de cupón único (*one-coupon bond*) que se emiten continuamente, por lo que el importe total de cada emisión no se establece anticipadamente. Los suscriptores no tienen que pagar comisión ni carga alguna por la colocación, la gestión y el reembolso de los BFP ni por otras operaciones relacionadas. Desde 2003 existen en soporte papel o en forma desmaterializada. Antes de 2003 solo se emitían BFP en papel.

(39) Los cuatro tipos principales de BFP son ([18]):

— BFP ordinarios: productos financieros de veinte años de duración que garantizan un rendimiento anual fijo que aumenta con el paso del tiempo (estructura *step up*),

([14]) En algunos casos, como el de las tarjetas de débito y las domiciliaciones de pagos, el servicio lo proporciona el propio operador postal; en otros casos la oferta es posible gracias a acuerdos comerciales en los que PI/Bancoposta asume la distribución de productos de terceros (entidades bancarias en el caso de las tarjetas de crédito).

([15]) Poste Vita SpA es una filial propiedad al 100 % de PI.

([16]) Bancoposta Fondi SpA SGR es una filial propiedad al 100 % de PI.

([17]) Publicado en la *Gazetta Ufficiale* nº 241 de 13.10.2004.

([18]) Véase el considerando 32 de la Decisión por la que se incoó el procedimiento. En julio de 2006, CDP autorizó una emisión de BFP dirigida a menores de edad, de una duración igual al período comprendido entre la fecha de suscripción y la del decimoctavo cumpleaños del titular. Este tipo de bonos no entra en el ámbito de la Decisión por la que se incoó el procedimiento. En todo caso, el *stock* de BFP dirigido a los menores de edad es marginal respecto al *stock* total de BFP (0,3 % del total a 31.12.2007).

— BFP indexados: instrumentos que ofrecen, a su vencimiento, un rendimiento fijo garantizado y una prima adicional variable ligada a la evolución de un índice bursátil ([19]) (primera emisión en 2003) o a la inflación (primera emisión en 2006),

— BFP «a plazo fijo»: dejaron de colocarse el 1 de enero de 2003. Tienen las mismas características que los bonos ordinarios, pero con una duración máxima de 7 años,

— BFP a 18 meses: introducidos en 2005 para colmar la laguna existente en relación con esa duración concreta.

Cuadro 2

Stocks por tipo de BFP ([20]) (en miles de millones EUR)

Tipo de BFP	Duración máxima	Duración media	31.12.2005	31.12.2006
BFP ordinarios	20 años	[7-10] años	121,1	132,2
BFP indexados	7 años	[4-7] años ([21])	1,6	3,6
BFP a 18 meses	18 meses	no consta ([22])	1,9	8,3
BFP a plazo fijo	7 años	[4-7] años	48,6	36,2
Total			173,1	180,6

([21]) Contempla los BFP *indexados a acciones*. Para los BFP *indexados a la inflación*, véase la nota 49.
([22]) Las autoridades italianas señalan que la duración media de los bonos a 18 meses no puede cuantificarse porque este tipo de bonos comenzó a emitirse en septiembre de 2005.

III.1.3. *Valor de los fondos captados*

(40) Según la ABI, los haberes de las familias italianas en forma de productos del ahorro postal y sus principales competidores son:

Cuadro 3

Productos del ahorro postal y productos asimilables en posesión de las familias italianas (en millones EUR)

Instrumento financiero	diciembre 1999	diciembre 2004
BFP	113	160
Títulos del Tesoro	126	203
Fondos soberanos de obligaciones denominados en euros	156	160
Libretas de ahorro postales	36	60
Depósitos de ahorro en bancos	69	74

Fuente: ABI.

([19]) Dow Jones Euro Stoxx 50. Véase el balance de 2004 de CDP.
([20]) Se incluyen los BFP emitidos por la CDP y el Ministerio de Hacienda, que dejaron de emitirse a partir de 2001.

III.2. **Remuneración de PI por la colocación de los BFP**

(41) PI percibe por la colocación de los BFP una remuneración anual, que desde el año 2000 se basa en una serie de convenios y sus modificaciones:

— convenio para el trienio 1999-2001, celebrado el 4 de agosto de 1999 y denunciado el 27 de octubre de 2000,

— convenio para el año 2001, celebrado el 10 de mayo de 2001,

— convenio para el año 2002, celebrado el 26 de julio de 2002,

— convenio para el trienio 2003-2005, celebrado el 23 de octubre de 2003, modificado para los años 2004 y 2005 por dos acuerdos complementarios celebrados entre PI y CDP el 24 de diciembre de 2004 y el 20 de octubre de 2005,

— convenio para el trienio 2006-2008, celebrado el 30 marzo 2006.

(42) Con arreglo a los sucesivos convenios, la remuneración anual abonada a PI se compone de tres elementos: i) una comisión inicial sobre el importe bruto del capital suscrito («upfront fee») que varía en función del importe de los BFP suscritos en un año; ii) una comisión por la gestión del *stock* de BFP; iii) otros elementos específicos, expuestos en los cuadros 4 y 5.

Cuadro 4

Remuneración de los BFP con arreglo a los convenios

2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Comisión anual sobre el *stock* de BFP en circulación: […] (*) ([23])	Comisión anual sobre el *stock* de BFP en circulación: […]	Comisión anual sobre el *stock* de BFP en circulación: […]	Comisión anual sobre el *stock* de BFP en circulación: […] ([24])	Comisión anual sobre el *stock* de BFP en circulación: […]	Comisión anual sobre el *stock* de BFP en circulación: […]	Comisión anual sobre el *stock* de BFP en circulación: […]
Remuneración sobre el importe de las nuevas suscripciones de BFP realizadas en el año: […]	Remuneración sobre el importe de las nuevas suscripciones de BFP realizadas en el año: […]	Remuneración sobre el importe de las nuevas suscripciones de BFP realizadas en el año: […]	Remuneración sobre el importe de las nuevas suscripciones de BFP realizadas en el año: […]	Remuneración sobre el importe de las nuevas suscripciones de BFP realizadas en el año: […]	Remuneración sobre el importe de las nuevas suscripciones de BFP realizadas en el año: […]	Remuneración sobre el importe de las nuevas suscripciones de BFP realizadas en el año: […].
Otros elementos: […] ([25])	Otros elementos: […]	Otros elementos: […]	Otros elementos: […]	Otros elementos: […]	Otros elementos: […]	Otros elementos: […]

(*) Información cubierta por el secreto profesional.
([23]) […].
([24]) […].
([25]) […].

Cuadro 5

Remuneración anual pagada a PI en el período 2000-2006 (en millones EUR)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Remuneración por nuevas suscripciones	57	243	123	302	381	487	460
BFP 18 meses						13	50
BFP indexados				8	7	29	59
BFP a plazo fijo	25	73	60				
BFP ordinarios	32	170	63	293	374	444	351
Remuneración por la gestión contable y administrativa:	252	196	194	115	101	96	99
BFP 18 meses	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BFP indexados	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BFP a plazo fijo	130,6	98,2	94,7	46,9	36,5	26,0	20,6
BFP ordinarios	121,4	98,0	98,9	67,6	64,8	69,6	78,0
Remuneración por la fabricación de bonos en papel				15	16	18	18
Remuneración total	309	439	316	431	498	600	577

(43) Según los balances de CDP, la remuneración pagada a PI varía en gran medida en función del volumen de fondos captados, lo que permite a CDP mantener una flexibilidad operativa excepcional y una estructura de costes extremadamente ágil.

IV. **RAZONES QUE MOTIVARON LA INCOACIÓN DEL PROCEDIMIENTO**

(44) Ante todo, la Comisión recuerda que, en su Decisión de 22 de noviembre de 2006, llegó a la conclusión de que el marco jurídico aplicable a la CDP por la colocación de productos de ahorro postal (BFP y libretas postales) no confería ningún derecho exclusivo de colocación *de jure*.

(45) La Comisión dudaba que la remuneración abonada por CDP a PI por la colocación de los BFP constituyese una referencia de mercado adecuada y, en particular, albergaba dudas sobre la idoneidad de los productos similares utilizados por Italia para determinar la conformidad de tal remuneración a las condiciones de mercado. La Comisión indicaba asimismo que, a esas alturas, ignoraba la composición precisa y los valores exactos de las diversas remuneraciones pagadas a PI por los BFP desde 2000.

(46) Así pues, a la Comisión le resultaba bastante difícil saber si todos los componentes de la remuneración por la colocación de los BFP:

i) cumplían el tercer y cuarto criterios de la sentencia Altmark ([26]) de 2004, y

([26]) Sentencia del Tribunal de Justicia en el asunto C-280/00, Altmark Trans GmbH e Regierungspräsidium Magdeburg/Nahverkehrsgesellschaft Altmark GmbH (Rec. 2003, p. I-07747), y asuntos acumulados C-34/01 a C-38/01, Enirisorse SpA/Ministero delle Finanze (Rec. 2003, p. I-14243).

ii) cumplían las condiciones de mercado imperantes en el período 2000-2003.

(47) Por ultimo, la Comisión tenía serias dificultades para evaluar si la remuneración abonada por CDP a PI por los BFP era compatible con el mercado común, suponiendo que tal remuneración constituyese una ayuda estatal.

V. **OBSERVACIONES DE TERCEROS INTERESADOS**

(48) La ABI fue la única que formuló observaciones durante el procedimiento.

(49) En su denuncia de 30 de diciembre de 2005, la ABI afirmaba, en relación con las actividades desarrolladas por PI por cuenta de CDP, que la remuneración que PI percibía por ellas era superior a:

— las comisiones fijadas *ex lege* para la colocación de los títulos del Tesoro [bonos ordinarios del Tesoro — BOT, bonos del Tesoro plurianuales — BTP, certificados del Tesoro cupón cero — CTZ ([27])],

— las comisiones percibidas por la banca por la colocación de obligaciones emitidas por terceros.

(50) En particular, la ABI afirma que las comisiones por la colocación de obligaciones societarias («corporate bonds») varían de un 0,5 % a un 6 % dependiendo de múltiples factores entre los que cabe citar, la calificación del emisor, la estructura de la emisión, la red de colocación o el grado de complejidad de la obligación. Las comisiones exigidas por la banca por la colocación de obligaciones bancarias por cuenta de terceros varían, por término medio, entre el 1 % y el 1,5 % de la suma colocada.

(51) Según la ABI la remuneración abonada por el Estado a PI por la colocación de los productos de ahorro postal constituye una ayuda estatal en favor de PI y en perjuicio de los bancos, que podrían prestar el mismo servicio en mejores condiciones y a menor coste para el Estado.

(52) Por cartas de 13 de marzo de 2007 y 18 de mayo de 2007, la ABI presentó las nuevas observaciones siguientes.

(53) La ABI considera que la remuneración pagada por la colocación de los BFP debe equipararse a la abonada por la colocación de los títulos del Tesoro, BOT o BTP en función de la duración. Sin embargo, PI, además de percibir una comisión por la colocación en función del capital suscrito superior a la prevista para los títulos del Tesoro (entre 195 y 160 puntos básicos), percibe otra remuneración que depende del valor del *stock* de BFP.

(54) Por añadidura, según la ABI, los resultados del estudio comparativo utilizados en la Decisión de la Comisión de 22 de noviembre de 2006 no pueden aceptarse por las siguientes razones:

— los BFP son productos emitidos por CDP, que es un intermediario financiero con la misma calificación que el Estado italiano (A+, Aa2, AA–). Por lo tanto, los BFP tienen un perfil de riesgo considerablemente inferior al de los productos societarios («corporate products»), emitidos por empresas no financieras ([28]). A igual calificación, el nivel de riesgo de cualquier tipo de obligaciones societarias es superior al de los títulos del Tesoro y al de los títulos emitidos por las sociedades financieras. Así pues, no es posible asimilar los BFP a las obligaciones societarias, que son emitidas por intermediarios no financieros,

([27]) Los BOT son títulos del Tesoro cupón cero a corto plazo, los BTP son títulos del Tesoro a largo plazo, los CTZ son títulos del Tesoro cupón cero a corto plazo (duración máxima 2 años). Las comisiones de colocación las fija el Estado *ex lege*.

([28]) Según la ABI las obligaciones *societarias* no incluyen las obligaciones emitidas por entidades financieras.

— los BFP ordinarios no pueden ser asimilados a las obligaciones estructuradas indexadas a la inflación («inflation linked»). Estas ofrecen al suscriptor una rentabilidad ligada a la evolución de un parámetro previamente definido —a diferencia de los BFP ordinarios, cuya rentabilidad es fija y depende del período de tenencia— potencialmente superior a la de los BFP, pero con un nivel de riesgo superior

— contrariamente a lo que señala el estudio comparativo, los BFP a plazo fijo y a 18 meses no son negociables en un mercado secundario.

(55) Por carta de 18 de mayo de 2007, la ABI comunicó a la Comisión los resultados de un estudio *ad hoc* —elaborado con la ayuda de una empresa consultora— cuyo objeto era determinar cuáles eran los productos asimilables a los BFP y analizar la remuneración pagada por la colocación de tales productos. El estudio confirma la tesis de la ABI y enumera y describe los siguientes productos asimilables a los BFP.

Determinación de los productos asimilables a los BFP y remuneración pagada por su colocación

(56) El producto asimilable al BFP ordinario es el BTP. BFP y BTP tienen las mismas características en cuanto a duración, perfil de riesgo, rentabilidad y fiscalidad. Las comisiones de colocación de los BTP oscilan entre el 0,30 % y el 0,40 % del capital suscrito.

(57) Contrariamente a lo que afirma el estudio al que se hace referencia en la Decisión de la Comisión de 22 de noviembre de 2006, los BFP ordinarios no pueden asimilarse a:

— las obligaciones societarias con una calificación igual o superior a BBB, porque el perfil de riesgo de los BFP es netamente inferior incluso a igual calificación,

— las obligaciones indexadas a la inflación, porque la rentabilidad de los BFP es fija y depende del período de tenencia y no de la variación del índice de inflación.

(58) En cuanto a la complejidad de los BFP ordinarios, la ABI afirma que este tipo de bonos no se ajusta a la definición de título estructurado según la Banca d'Italia. La presencia de una opción de tipo *put* en los BFP no es motivo para fijar una remuneración de colocación más elevada. De hecho, esa opción es, en último extremo, una garantía para el suscriptor, que puede amortizar la inversión en el momento que quiera, y no afecta ni a la estructura ni al nivel de riesgo del título.

(59) Los productos asimilables a los BFP a 18 meses son los títulos del Tesoro, como los BOT y los CTZ. Frente a lo que se afirma en el estudio comparativo, los BFP a 18 meses no pueden ser asimilados a las obligaciones *societarias* con una calificación igual o superior a A+, porque su perfil de riesgo es claramente inferior.

(60) La comisión de colocación de los BOT oscila entre el 0,05 % y el 0,30 % del capital suscrito en función de la duración (siendo el suscriptor el que paga al colocador). La comisión de colocación de los CTZ es un 0,20 % del capital suscrito.

(61) Los productos asimilables a los BFP a plazo fijo son los títulos del Tesoro, como los BOT, los CTZ y los BTP, en función de la vida residual de los BFP.

(62) Los productos asimilables a los BFP indexados a la inflación son los BTP EURi (títulos del Tesoro a medio y largo plazo indexados a la inflación de la zona del euro). Este tipo de BFP no puede equiparse a las obligaciones societarias vinculadas a la evolución de un valor cotizado en bolsa («corporate equity linked»), porque su perfil de riesgo es netamente inferior y su rentabilidad no está vinculada a un conjunto de instrumentos financieros (como sucede en el caso de las obligaciones *indexadas a acciones*) sino al índice de la inflación.

(63) La comisión de colocación de los BTP EURi es un 0,40 % del capital suscrito.

(64) Los productos asimilables a los BFP indexados son las obligaciones indexadas emitidas por sociedades financieras (a pesar de que el perfil de riesgo de los BFP es inferior). Sin embargo, este tipo de BFP no puede equipararse a las obligaciones societarias ya que CDP es un intermediario financiero.

(65) La comisión de colocación de las obligaciones indexadas emitidas por sociedades financieras oscila entre el 1 % y el 2,5 % del capital suscrito.

(66) Por último, el argumento esgrimido en principio por la ABI según el cual los fondos comunes de inversión abiertos soberanos en euros serían un producto asimilable a los BFP, no se utiliza en la carta de 18 de mayo de 2007, sin explicar las razones para ello.

Estructura de la remuneración

(67) La ABI apunta dos hipótesis en relación con la colocación de los productos asimilables a los BFP. En la primera de ellas, los productos los coloca una entidad («collocatore») a la que se remunera exclusivamente por esta actividad (ocupándose de la gestión el emisor). En la segunda hipótesis, los productos los coloca y gestiona un agente colocador al que se remunera por el conjunto de actividades desarrolladas (en este caso no existe una distinción clara entre los dos componentes de la remuneración: colocación y gestión contable y administrativa). Los resultados del análisis ponen de manifiesto que, en la práctica mercantil, no es posible distinguir en las comisiones la parte que corresponde a cada actividad: colocación, gestión administrativa y contable, y fabricación en papel.

(68) Según la ABI, la complejidad del instrumento, la calificación del emisor, la red de colocación, la duración del título, la reputación del emisor, la estructura de la emisión y las particularidades jurídicas (obligaciones y habilitaciones que recaen sobre el emisor) son elementos, todos ellos, que repercuten sobre el nivel de la remuneración.

(69) La ABI apoya su afirmación de que los BFP garantizados por el Estado tienen un perfil de riesgo inferior al de los títulos societarios en el hecho de que la tasa interna de retorno (TIR) de un título del Tesoro es siempre inferior a la de un título societario de calificación equivalente. La ABI afirma, asimismo, que en el caso de las emisiones de títulos nacionales *sovereign* con calificación Aa el tipo neto por defecto a 10 años es cero, mientras que en el de las obligaciones societarias con idéntica calificación es un 0,59.

(70) Por último, resulta imposible cuantificar la comisión por la fabricación de los títulos en papel debido a que el proceso de desmaterialización de los títulos se ha extendido a casi todo el mercado.

VI. **OBSERVACIONES DE ITALIA**

Estudio comparativo

(71) Italia funda sus observaciones en un estudio comparativo realizado en enero de 2006 (en lo sucesivo, «el estudio») con objeto de determinar la remuneración de mercado de CDP/PI para los productos de ahorro postales con miras a la preparación del nuevo convenio 2006-2008.

(72) El enfoque metodológico del estudio se articula seis fases sucesivas:

i) identificación de las principales características de todos los productos de ahorro postales,

ii) identificación de instrumentos de captación comparables a los productos de ahorro postales,

iii) definición de una muestra de referencia que sirva de base al estudio,

iv) identificación de los componentes económicos que se compararán,

v) determinación de los tipos de remuneración, y

vi) comparación de la remuneración de mercado con la remuneración pagada a PI por CDP.

(73) Con arreglo al estudio tres son los factores que repercuten sobre el nivel de las comisiones del ahorro postal: el perfil de riesgo/rentabilidad, la estructura del título [instrumentos estructurados frente a instrumentos ordinarios o «plain vanilla» ([29])] y la duración de la inversión.

(74) Italia hace constar en particular que la comisión de colocación de los BFP no es comparable con la de los títulos del Tesoro por los siguientes motivos:

— las dos familias de productos son intrínsecamente diferentes: los BFP, que incluyen una opción implícita de reembolso anticipado (véase el considerando 37), son instrumentos más complejos que los «plain vanilla» y pueden ser considerados como auténticas obligaciones estructuradas,

— además de encargarse de su colocación, PI se ocupa de la gestión administrativa y contable de los BFP, una actividad que no se pide a los bancos cuando colocan títulos del Tesoro.

(75) A continuación se exponen las principales conclusiones del estudio.

— Los productos asimilables a los BFP a largo plazo son los títulos estructurados del tipo obligaciones societarias ([30]) vinculadas a la evolución de la inflación o de un índice bursátil con una calificación igual o superior a BBB de Standard&Poor's o Baa2 de Moody's, y los fondos comunes de inversión soberanos en euros. Por lo que atañe a estos últimos, el estudio afirma que este tipo de producto es similar a los BFP porque también se emiten continuamente y el suscriptor puede exigir en cualquier momento el reembolso del capital suscrito y los intereses devengados. Otra posible semejanza entre ambos productos reside en el hecho de que las entidades gestoras de los fondos también se encarguen de la gestión administrativa de los títulos. El estudio compara los diferentes componentes de la remuneración por la colocación de los fondos en obligaciones con los de la remuneración por la colocación de los BFP y llega a la conclusión de que esos niveles se ajustan a las condiciones normales de mercado para productos comparables ([31]).

([29]) Por «plain vanilla» se entiende comúnmente la versión más básica o normal de un instrumento financiero, en general opciones, bonos, futuros y swaps («the most basic or estándar version of a financial instrument, usually options, bonds, futures and swaps»). *Fuente*: www.investopedia.com, según señala el experto independiente de la Comisión.

([30]) Aunque Italia usa el término genérico «obbligazioni *corporate*», la muestra de referencia utilizada para el estudio es un conjunto de obligaciones en el que predominan las emisiones bancarias (véase la página 7 de la carta de las autoridades italianas de 22 de junio de 2007). La definición de «*corporate*» es, por tanto, más amplia ya que no se refiere únicamente a las obligaciones emitidas por sociedades industriales en sentido estricto, sino también por la banca.

([31]) A los efectos de esta simulación se tuvieron en cuenta la comisión de colocación y la comisión de gestión anual abonada al agente colocador, multiplicada por un hipotético período de tenencia del fondo igual a la duración media de los BFP. En cuanto a los fondos en obligaciones, la comisión de suscripción se sitúa entre el 0,70 % y el 2,20 % y la comisión de gestión entre el 0,80 % y el 1,05 %, si bien un porcentaje de los fondos no aplica ninguna comisión de suscripción.

— En lo que respecta a los BFP a 18 meses no se encontraron productos de características similares, por lo que el estudio extrapola la comisión aplicada a empréstitos obligacionistas de menor duración y calificación igual o superior a A– de Standard&Poor's o A3 de Moody's, suponiendo una distribución lineal de la comisión de colocación.

— El estudio no considera los títulos del Tesoro como productos asimilables a los BFP por tener una estructura («plain vanilla») sustancialmente diferente de la de los BFP, que son productos financieros más complejos (véase el considerando 37).

— En el cuadro 6 se recogen las comisiones de mercado y las comisiones aplicadas a CDP/PI sobre la base de una muestra de referencia de empréstitos obligacionistas.

Cuadro 6

Comisiones de mercado de la muestra de referencia de obligaciones societarias estructuradas en el período 2006-2008 y comisiones aplicables al convenio CDP/PI (en %)

Tipo de BFP		Comparación		Remuneración de PI
		Mín.	Máx.	
BFP ordinarios	Remuneración sobre los importes colocados	1,35	3,05	[…] ([32])
BFP indexados	Remuneración sobre los importes colocados	1,80	3,45	[…] ([33])
BFP a 18 meses	Remuneración sobre los importes colocados	0,48	1,25	[…]

([32]) […].
([33]) […].

(76) Como se muestra en el cuadro, el estudio comparativo, tras analizar una muestra de títulos asimilables, concluye que la comisión de colocación de los BFP se mueve dentro de un margen que no es superior al de los productos comparables.

(77) El estudio también pone de manifiesto que, en caso de no alcanzarse los objetivos de captación neta de los BFP, la remuneración de PI podía disminuir. Dado que, a diferencia de lo que sucede con las obligaciones, los BFP pueden amortizarse en todo momento, PI tiene que realizar una gestión muy rigurosa para alcanzar todos los objetivos previstos.

(78) Por lo que se refiere a la remuneración por la gestión de los BFP desmaterializados, el estudio propone como elemento de comparación las tarifas que Monte Titoli SpA aplica a los intermediarios por los servicios de gestión centralizada y señala que esta parte de la remuneración se ajusta a las condiciones de mercado (oscilando, en función del período de tenencia de los BFP desmaterializados, entre el 0,0023 % y el 0,0020 %). Por lo que atañe a los BFP en papel, no fue posible realizar un análisis comparativo del mercado bancario italiano debido a que este tipo de BFP es el único que todavía circula en papel.

Observaciones de Italia tras la incoación del procedimiento de investigación formal

(79) Por cartas de 2 febrero de 2007, 18 de abril de 2007, 22 de junio de 2007, 11 de marzo de 2008, 13 de mayo de 2008 y 17 de junio de 2008, Italia formuló las siguientes observaciones.

(80) Italia sostiene que la comisión de colocación percibida por PI desde el año 2000 se ajusta a las condiciones de mercado y debe considerarse como una comisión máxima, pagadera solo en caso de que se cumplan los objetivos de captación bruta de los BFP. Por lo tanto, la remuneración de PI difícilmente puede compararse con la percibida por otros agentes colocadores de productos similares.

(81) Italia saca nuevamente a relucir las conclusiones del estudio comparativo a propósito de la identificación de los productos comparables y sus remuneraciones.

(82) Comparada con la estructura de la comisión de las libretas postales —que según la Decisión de 22 de noviembre de 2006 cumplía las condiciones de mercado— la comisión de los BFP es inferior. En efecto, si se divide la comisión de los BFP por la vida media del instrumento financiero (aproximadamente entre [7 y 10] años), la comisión anual resultante, en términos porcentuales, es de aproximadamente un […] %, inferior, por lo tanto, a la remuneración anual de las libretas postales, que es del 0,90 %. Sin embargo, es verdad que los BFP y las libretas postales son productos diferentes: mientras que estas son instrumentos de captación de fondos a corto plazo, los BFP son instrumentos a medio y largo plazo, más complejos y más estructurados.

(83) Italia arguye que los productos financieros en papel son muy raros en el mercado y que los BFP en papel pueden considerarse similares a los certificados de depósito emitidos por las entidades crediticias. Estas perciben del suscriptor una comisión única que como mínimo es de 4,50 EUR y como máximo de 9,30 EUR por título, independientemente de su valor y de su duración. Considerando que la duración media de los certificados de depósito es de 24 meses, Italia señala que las entidades crediticias perciben una comisión anual por cada certificado que oscila entre 2,25 EUR y 4,65 EUR. Si se considera que el importe medio de los BFP es de 2 000 EUR y a ese importe se le aplica el porcentaje correspondiente a la remuneración de PI (0,11 %), se obtiene una comisión anual por título en papel de 2,20 EUR, parecida a la comisión de los certificados de depósito.

(84) Por lo que se refiere a la remuneración pagada por la fabricación de los certificados en papel, pueden tomarse como base para la comparación los certificados en papel que representan la cuota poseída en los fondos comunes de inversión, cuyo coste por término medio varía entre 10 EUR y 20 EUR por certificado. Por lo tanto, la remuneración pagada a PI, 1,70 EUR por título, puede considerarse razonable.

(85) En cuanto al margen inherente a la colocación de los BFP, Italia subraya que los BFP son un producto más de la amplia gama de servicios financieros que PI ofrece a sus clientes, con el objetivo de lograr la distribución de activos más conveniente. El margen de los servicios de Bancoposta (que fue de un […] en 2005) es considerablemente inferior al margen del conjunto de los servicios equivalentes ofrecidos por el sistema bancario (un 35 %).

(86) Italia sostiene que para comprobar si PI se beneficiaba de una ventaja económica no era necesario fragmentar en diferentes elementos la remuneración de los productos comparables y que hubiera bastado con comparar la remuneración total de los BFP con la de los productos asimilables.

(87) Por lo que atañe al respeto del principio del inversor privado en una economía de mercado, Italia afirma que los mecanismos utilizados para calcular la remuneración se establecieron de acuerdo con la lógica económica subyacente en las decisiones del mercado. Por consiguiente, aunque no existan estudios referidos al año 2000, la remuneración se basa en esos mismos principios económicos, tal como confirmó el estudio comparativo (véanse los cuadros 4 y 5).

(88) Según las autoridades italianas, PI lleva una contabilidad separada para el conjunto de los servicios financieros minoristas, sin establecer distinciones entre los diversos productos financieros a efectos contables. La comparación entre costes e ingresos por producto, incluidos los BFP, solo se efectúa a efectos de análisis de gestión y peca de cierta aproximación. De acuerdo con el estudio, los BFP son productos más costosos por conllevar una mayor carga administrativa que otros productos, como, por ejemplo, las cuentas corrientes. Por ello, Italia consideró que, por lo que se refería al año 2005, el indicador que mejor reflejaba los datos económicos y financieros de los BFP era una rentabilidad bruta del […] % ([34]).

([34]) Teniendo en cuenta la separación contable de PI y los valores medios de los servicios financieros, la tasa de rentabilidad en 2005 fue de un […] %. A la vista de los costes adicionales que genera la gestión de los BFP, Italia consideró que un […] % era un indicador («proxy») razonable de la rentabilidad de los BFP.

(89) La Banca d'Italia afirma que los BFP son instrumentos financieros estructurados por las siguientes razones: son títulos obligacionistas, o por los menos títulos de deuda, son productos derivados puesto que incluyen un contrato de derivados de tipo opcional y esos dos elementos, obligación y derivado, son partes indisociables de un mismo instrumento.

Comentarios de Italia sobre las observaciones de la ABI

(90) Italia no comparte el punto de vista de la ABI sobre cuáles son los productos asimilables a los BFP.

(91) Italia pone de relieve que, en la actualidad, a igual calificación, la diferencia de tarifas entre los diferentes emisores —soberanos (Estados y organizaciones supranacionales), financieros, bancarios y empresariales (industriales en sentido estricto)—, es solo de centésimas de punto: la diferencia de costes de financiación entre los dos extremos (emisores soberanos y empresariales) es aproximadamente de 5/6 de punto básico mientras que la diferencia entre emisores financieros y empresariales *es* de 2/3 de punto básico. En otras palabras, entre emisores con la misma calificación, el tipo de emisor (Estado, organismo financiero, entidad crediticia, etc.) no es importante y no invalida las conclusiones del análisis presentado por Italia. Frente a lo afirmado por la ABI, en el estudio comparativo se utiliza una definición lata de «obligaciones societarias», que abarca no solo las obligaciones emitidas por las sociedades industriales sino también las emitidas por las entidades financieras. Además, la calificación media de las obligaciones de la muestra utilizada en el análisis es AA–, superior tanto a la calificación de la CDP (A+), que emite los BFP, como a la de la República Italiana (A+), que garantiza los BFP.

(92) Italia señala asimismo que, por la colocación de las obligaciones estructuradas emitidas por los bancos italianos, PI/Bancoposta percibió una comisión media del 2,9 %, parecida, por tanto, a la comisión de colocación de los BFP.

(93) Italia rechaza la asimilación de los BFP a los títulos del Tesoro por las siguientes razones:

— el método de colocación es diferente (subasta en el caso de los títulos del Tesoro y emisión continua en el de los BFP),

— su grado de complejidad es diferente,

— la comisión de colocación de los títulos del Tesoro no guarda relación con el importe suscrito, a diferencia de los BFP, que exigen a PI un considerable trabajo de planificación y gestión para cumplir los objetivos de suscripción fijados. A tal efecto cobra especial importancia el trabajo de gestión y organización, así como la fidelización de los clientes, porque los inversores pueden solicitar el reembolso de su inversión en cualquier momento.

(94) Por estas razones, los BFP no son asimilables a los títulos del Tesoro, pareciéndose más a los fondos comunes de inversión por su método de colocación y por su gestión.

(95) En cuanto al hecho de que, por ley, el coste de captación de los certificados postales tenga que alinearse con el coste de la deuda del Tesoro en el mercado, Italia precisa que los rendimientos anuales brutos de los BFP son inferiores a los de los títulos del Tesoro (por ejemplo, aproximadamente 180 puntos básicos en el caso de los instrumentos con vencimiento a 8, 10 y 20 años). Esa diferencia obedece, según Italia, a la existencia de una opción *put* americana implícita. Si a ello se añaden las comisiones de distribución, los costes para el Estado serían más o menos del mismo orden.

(96) Italia hace notar que la ABI pasa por alto la presencia de una opción de venta implícita en los BFP y no incluye entre los instrumentos asimilables los fondos comunes de inversión. Según las autoridades italianas, los BFP entran en la definición de títulos estructurados de la Banca de Italia.

(97) Según las autoridades italianas, la comisión de colocación de los BFP refleja la complejidad de los servicios prestados por PI con el fin de alcanzar los diversos objetivos de suscripción bruta y neta, tanto por lo que se refiere al conjunto del ahorro postal, como de determinados productos concretos. Esa comisión incluye, asimismo, la remuneración de PI por su actividad de gestión de clientes posterior a la colocación de los BFP y durante toda la vida de los certificados, (especialmente debido a la posibilidad de solicitar su reembolso en cualquier momento y a la inexistencia de un mercado secundario para los BFP).

(98) Italia tampoco está de acuerdo con la ABI en cuanto al nivel de las comisiones abonadas por la colocación de las obligaciones indexadas («index linked»), entre un l,1 % y un 2,5 %: la comisión media percibida por PI por la colocación de obligaciones estructuradas emitidas por bancos extranjeros e italianos es del 3,05 % ([35]) mientras que la comisión de colocación de las obligaciones de los bancos italianos es del 2,9 % ([36]) [como ejemplo, PI percibió por la colocación de las obligaciones estructuradas emitidas por Capitalia SpA una comisión del 3 212 % ([37]) del valor nominal suscrito].

(99) Por todo ello, Italia considera que el análisis de la ABI es más bien generalista y pasa por alto la especificidad de la colocación de los BFP con respecto a otras obligaciones.

VII. **ESTUDIO DEL EXPERTO**

(100) Aunque los estudios encargados por PI y por la ABI utilizaron metodologías semejantes, sus resultados son difícilmente conciliables. Ninguno de los dos identifica productos perfectamente asimilables y ambos, al considerar comparable este o aquel producto, no coinciden al señalar los diversos factores que influyen sobre las comisiones de colocación.

(101) Por esta razón, la Comisión solicitó a un experto independiente la realización de «un estudio sobre la remuneración percibida por la colocación de los certificados de ahorro postales».

Método utilizado para determinar los productos comparables

(102) Una de las conclusiones fundamentales del estudio del experto es que el mercado de obligaciones italiano se divide en dos niveles: i) un primer nivel en el que los emisores se dirigen a los inversores institucionales; los rendimientos son normales considerando el riesgo de incumplimiento y la curva de rendimiento en euros; la colocación la llevan a cabo grandes bancos de inversión (o se realiza mediante subasta abierta como sucede con la mayoría de las obligaciones del Tesoro italiano) y las comisiones de colocación son relativamente bajas y ii) un segundo nivel en el que la colocación se realiza a través de redes minoristas que se dirigen a los ahorradores individuales; los emisores pueden obtener créditos en mejores condiciones que en el primer nivel y las comisiones de colocación son evidentemente superiores. Esta situación tiene consecuencias directas sobre el nivel de las comisiones de colocación aplicadas a los productos financieros: cualesquiera que sean las características de los productos financieros que influyen en las comisiones de colocación, el mero hecho de que estos productos se suscriban en el segundo nivel del mercado hace que las comisiones aumenten considerablemente.

(103) El experto considera que las comisiones de colocación de los productos financieros deben reflejar el esfuerzo que haya supuesto su colocación a la red de distribución. El estudio determina a continuación los productos más parecidos a los BFP teniendo en cuenta sus características fundamentales: riesgo, liquidez, complejidad contractual ([38]), reputación y estatuto jurídico del emisor, duración, volumen de la emisión, estructura de la oferta, inversión mínima exigida y canales de colocación (institucional/minorista), otorgando a cada una cada ellas una nota.

([35]) Comisión media calculada para el período de noviembre de 1999 a diciembre de 2007, tomando como referencia un volumen total de 33 000 millones EUR.
([36]) Comisión media calculada, para ese período, tomando como referencia un volumen total de 22 000 millones EUR.
([37]) El importe de la emisión fue de 971,2 millones EUR.
([38]) Instrumentos de tipo «plain vanilla» frente a instrumentos estructurados.

(104) A continuación, el estudio compara la calificación otorgada a cada una de las características de los diferentes productos financieros con la de cada una de las categorías de BFP.

Cuadro 7

Productos financieros y factores que inciden en las comisiones de colocación

Producto	Riesgo	Liquidez	Complejidad	Reputación del emisor	Duración	Colocación institucional o minorista	Estructura de la oferta	Inversión mínima exigida, en EUR
BOT	*bajo*	*elevada*	*baja*	*elevada*	*breve*	*institucional*	*subasta*	*1 000*
BTP	*bajo a medio*	*elevada*	*baja*	*elevada*	*media a larga*	*institucional*	*subasta*	*1 000*
CCT ([39])	*bajo*	*elevada*	*baja*	*elevada*	*media*	*institucional*	*subasta*	*1 000*
Depósitos de ahorro	*bajo*	*elevada*	*baja*	*elevada*	*breve*	*minorista*	*continua*	*ninguna*
Depósitos vinculados	*bajo*	*baja*	*baja*	*elevada*	*breve a media*	*minorista*	*continua*	*ninguna*
Certificados de depósito (CD)	*bajo*	*baja*	*baja*	*elevada*	*breve a media*	*minorista*	*continua*	*>/= 50*
Obligaciones bancarias «plain vanilla» cotizadas	*bajo a medio*	*media*	*baja*	*elevada*	*media*	*minorista*	*oferta pública*	*>/= 1 000*
Obligaciones bancarias «plain vanilla» no cotizadas	*bajo a medio*	*baja*	*baja*	*elevada*	*media*	*minorista*	*oferta pública*	*>/= 1 000*
Obligaciones bancarias estructuradas cotizadas	*elevado*	*media*	*elevada*	*elevada*	*media*	*minorista*	*oferta pública*	*>/= 1 000*
Obligaciones bancarias estructuradas no cotizadas	*elevado*	*baja*	*elevada*	*elevada*	*media*	*minorista*	*oferta pública*	*>/= 1 000*
Obligaciones societarias	*medio a elevado*	*baja a media*	*baja*	*baja a elevada*	*media*	*institucional*	*oferta pública*	*>/= 1 000*
Fondos de inversión en activos del mercado monetario	*bajo*	*elevada*	*media*	*media*	*no aplicable*	*minorista*	*continua*	*>/= 100*
Fondos en obligaciones	*medio*	*elevada*	*media*	*media*	*no aplicable*	*minorista*	*continua*	*>/= 100*
Fondos en acciones	*elevado*	*elevada*	*media*	*media*	*no aplicable*	*minorista*	*continua*	*>/= 100*
Equity (cotizadas)	*elevado*	*media a elevada*	*baja*	*Baja a elevada*	*no aplicable*	*institucional*	*oferta pública*	*>/= 1 000*
BFP ordinarios	*bajo*	*media*	*baja*	*elevada*	*larga*	*minorista*	*continua*	*>/= 50*
BFP a plazo fijo	*bajo*	*media*	*baja*	*elevada*	*media*	*minorista*	*Continua*	*>/= 50*
BFP indexados al vencimiento	*elevado*	*media*	*elevada*	*elevada*	*media*	*minorista*	*continua*	*>/= 250*
BFP indexados a la inflación	*medio*	*media*	*elevada*	*elevada*	*media*	*minorista*	*continua*	*>/= 250*
BFP a 18 meses	*bajo*	*media*	*baja*	*elevada*	*breve*	*minorista*	*continua*	*>/= 50*

([39]) Los CCT (Certificados de crédito del Tesoro) son bonos del Tesoro a 7 años a un tipo de interés variable.

(105) El canal de colocación (institucional o minorista) es un elemento clave para determinar los productos comparables/asimilables. Los BFP se parecen más a los productos financieros minoristas puesto que suelen venderse a familias. De hecho, las familias italianas poseen la casi totalidad de los BFP (cerca del 99 %), mientras que, en general, los inversores institucionales no adquieren estos productos. Esta es también la característica principal por la que los títulos del Tesoro (BOT, BTP y CCT) no pueden asimilarse a los BFP.

(106) El estudio realizado por el experto considera que las obligaciones bancarias son el producto más parecido a los BFP (pudiendo compararse las obligaciones bancarias de tipo «plain vanilla» a los BFP ordinarios y a plazo fijo y las obligaciones indexadas a los BFP indexados; véase el cuadro 14). El segundo producto más parecido a los BFP son los fondos comunes de inversión ([40]). Estos dos productos solo existen en forma desmaterializada ([41]).

(107) Sobre este particular, la Comisión subraya desde ahora que, aunque haya que calcular la comisión tanto de los BFP en papel como de los desmaterializados, las dos formas de BFP comparten otras características, en especial la duración media y su rendimiento al vencimiento, así como las asociadas al hecho de que PI sea el agente colocador.

Método utilizado por el experto para calcular las comisiones de mercado de los productos similares

(108) Para poder llevar a cabo la comparación necesaria para el cálculo de la comisión de colocación de los BFP, el experto recopiló una serie de datos sobre las obligaciones y fondos comunes de inversión extraídos de: i) un número considerable de prospectos informativos de las obligaciones bancarias cotizadas en TLX ([42]), el segundo mercado bursátil, tras Borsa Italiana, y ii) los sitios Web de los principales bancos italianos, de los que normalmente se pueden descargar los prospectos de las emisiones de obligaciones. Los datos proceden de 511 emisiones de obligaciones colocadas en el mercado italiano entre 2002 y 2008 (de las que 162 se emitieron antes de 2006). El número de emisiones analizadas correspondientes a los años 2006, 2005, 2004, 2003 y 2002, representa, con respecto al número total de emisiones de cada uno de esos años, un 18 % en 2006, un 15 % en 2005, un 9 % en 2004, un 3 % en 2003 y un 0,2 % en 2002.

(109) El experto efectuó análisis suplementarios de todos y cada uno de los productos similares valiéndose de estadísticas descriptivas. Así, por lo que atañe a las obligaciones «plain vanilla» emitidas por bancos (los productos comparables más parecidos a los BFP ordinarios y a plazo fijo), consideró que las estadísticas descriptivas no bastaban para comprender adecuadamente los factores que determinan las comisiones de colocación, necesarias para analizar si la remuneración percibida por la colocación de los BFP se ajustaba a las condiciones de mercado. En particular, según el experto, las características principales de las obligaciones bancarias no son homogéneas en todos los aspectos importantes y pueden no ser homogéneas respecto a las características del tipo de BFP con el que deben compararse. Por consiguiente, los datos estadísticos deben utilizarse racionalmente para poder determinar, para un grupo de títulos comparables, cuáles son las características realmente útiles para el cálculo de las comisiones de colocación. A tal efecto, el experto se remitió al conjunto de factores que realmente repercuten sobre las comisiones de colocación (véanse los considerandos 103 y 104). El efecto de estas variables independientes sobre las comisiones de colocación de un producto como los BFP tiene que evaluarse por medio de un análisis de regresión.

(110) El período cubierto por la muestra de las obligaciones bancarias no permite extraer conclusiones útiles sobre el comportamiento de las comisiones de colocación durante los años 2000 a 2003. Por razones estadísticas, solo es posible construir una serie temporal significativa ([43]), la correspondiente al período 2000-2006. Además, la muestra de obligaciones bancarias solo permite extraer conclusiones sobre el período 2000-2006 en su conjunto y no año por año.

([40]) En teoría, los certificados de depósito son el producto más parecido a los BFP a 18 meses. Sin embargo, el experto solo pudo encontrar un único emisor de certificados de depósito que colocara sus productos a través de otras redes bancarias dispuesto a divulgar las comisiones abonadas.

([41]) El experto no encontró, entre todos los productos financieros en circulación en Italia, ningún producto financiero en papel comparable.

([42]) TLX SpA organiza y gestiona mercados en los que se negocian instrumentos financieros dirigidos a satisfacer las necesidades de inversión de inversores no profesionales.

([43]) Una serie temporal es una secuencia de valores, calculados por lo general en momentos sucesivos y divididos en intervalos temporales, a menudo uniformes. Una serie temporal de datos sobre productos comparables permitiría comparar las comisiones anuales realmente pagadas por los BFP con las comisiones anuales pagadas por productos similares.

(111) Sin embargo, al experto no le cabía la menor duda de que llegar a una conclusión sobre todo el período era importante, ya que las entrevistas de campo habían permitido saber que el volumen de las comisiones de colocación no había experimentado incrementos significativos desde el año 2000; algunas de las respuestas incluso indicaban una disminución.

(112) Por lo que se refiere a los fondos comunes de inversión, se elaboró una base con datos correspondientes a 102 fondos ([44]), que sirvió para realizar el único análisis útil posible, el de las estadísticas descriptivas ([45]). A pesar de todo, en este caso, pudo construirse una serie temporal de las comisiones percibidas por los agentes colocadores de los fondos comunes de inversión.

(113) Asimismo, se analizó la estructura de las remuneraciones pagadas por la colocación de los productos asimilables:

— la remuneración percibida por la colocación de obligaciones bancarias consiste en un porcentaje inicial («upfront») del importe suscrito,

— algunos fondos comunes de inversión pagaban a la red de colocación tanto comisiones iniciales como comisiones anuales, mientras que otros solo pagaban comisiones anuales. Con el fin de calcular un valor único que pudiese ser útil a los efectos del estudio, el experto sumó, con independencia de cual fuera el fondo de inversión, a la comisión inicial real una comisión inicial adicional estimada, equivalente al valor actual de las comisiones anuales que debían percibirse durante la duración prevista de la inversión en el fondo.

Cálculo de los importes para la comparación con las remuneraciones realmente abonadas por CDP por la colocación de los BFP

(114) La remuneración global abonada por CDP a PI con arreglo a lo estipulado en los convenios anuales aplicables al período 2000-2006, se componía de varios elementos ([46]) (véase el cuadro 4):

a) una comisión inicial sobre los BFP suscritos, equivalente a un determinado porcentaje del importe suscrito;

b) una comisión anual sobre el importe de los BFP en circulación, equivalente a un porcentaje de su valor: esta comisión se define como la remuneración de la gestión administrativa y contable de los BFP; a partir de 2003 ese porcentaje era diferente según se tratara de BFP en papel o de BFP desmaterializados;

c) algunos años, otros importes fijos, vinculados en general al logro de determinados objetivos cuantitativos o cualitativos.

(115) Durante el período 2000-2002, la estructura de la remuneración varió considerablemente. La estructura global de la remuneración comenzó a estabilizarse en 2003, año a partir del cual suelen repetirse los mismos elementos, aunque el valor correspondiente a cada elemento pudiera variar. En términos generales, no resulta fácil comparar un año con otro durante el período 2000-2002, como tampoco es fácil comparar el período 2000-2002 con el período 2003-2006.

([44]) Emisión en curso a finales de 2007.

([45]) El análisis de regresión no tendría razón de ser en este caso, porque los fondos comunes de inversión son, por razones contractuales, homogéneos en relación con las variables utilizadas en el análisis de regresión de las obligaciones bancarias.

([46]) En esta fase, el análisis no contempla la remuneración abonada por la fabricación de los certificados en papel. La remuneración por la fabricación de certificados en papel, una característica muy específica de los servicios prestados por PI, se evalúa por separado (véanse los considerandos 130 a 132).

(116) Para poder comparar la remuneración percibida por la colocación de BFP con la cobrada por la colocación de los productos financieros comparables, el experto convirtió el sistema de doble remuneración de los BFP en una comisión inicial global estimada equivalente, que podía compararse directamente con la comisión inicial real calculada para las obligaciones bancarias y los fondos comunes de inversión. El importe anual de esa comisión única percibida en el caso de los BFP se obtuvo sumando a la comisión inicial real fijada contractualmente una comisión inicial adicional estimada, equivalente al valor real de la remuneración que PI preveía obtener por los BFP suscritos cada año, teniendo en cuenta las comisiones porcentuales anuales sobre los BFP en circulación. Esa comisión inicial adicional se calculó teniendo en cuenta la duración media ([47]) de cada tipo de BFP y el valor real, en el año de suscripción, de las comisiones porcentuales anuales que se cobrarían durante el período de duración media de los BFP ([48]).

(117) Según el experto, para calcular el valor real al que se ha hecho mención en el considerando anterior, había que trabajar con otra hipótesis más, relativa a las comisiones anuales futuras. Había dos opciones igualmente aceptables:

— la primera consistía en suponer una remuneración anual constante, toda vez que PI no podía prever la variación de las comisiones anuales futuras, lo que le habría obligado a calcular la comisión inicial global equivalente correspondiente a cada año sobre la base de que esas comisiones anuales no variarían y permanecerían al nivel contractual establecido en el convenio del año en cuestión,

— la segunda opción (en lo sucesivo, la «remuneración anual variable») consistía en cuantificar la remuneración pagada por la colocación de los BFP sobre la base de las comisiones anuales fijadas en los sucesivos convenios celebrados a lo largo de la vida de los productos ([49]). En este caso, se presupone que PI podía prever la variación de las comisiones anuales futuras y que, por lo tanto, habría calculado la comisión inicial global equivalente de cada año suponiendo que tales comisiones variarían a un ritmo y en un sentido que podría confirmarse *a posteriori*.

(118) Las comisiones iniciales abonadas por los BFP, recalculadas con arreglo al método de la remuneración anual variable, son en general inferiores a las obtenidas con el método de la remuneración anual constante. El cuadro 8 confirma esta afirmación por lo que refiere a los BFP ordinarios y a plazo fijo:

Cuadro 8

Comisiones iniciales globales estimadas percibidas por los BFP (en %)

BFP ordinarios (en papel)		
	Remuneración anual constante	Remuneración anual variable
2000	[…]	[…]
2001	[…]	[…]
2002	[…]	[…]
2003	[…]	[…]
2004	[…]	[…]
2005	[…]	[…]
2006	[…]	[…]

([47]) El experto utiliza «duración media» y «duración prevista» como sinónimos. En la presente Decisión se utiliza la expresión «duración media».

([48]) El experto utilizó los valores comunicados por Italia. En los casos en que no disponía de datos (BFP indexados a la inflación y BFP a 18 meses), el experto realizó una estimación razonable (a 7 años y a 18 meses, respectivamente). El tipo de descuento utilizado para el cálculo del valor real de las comisiones es el de los bonos del Tesoro de similar duración.

([49]) Los tipos del convenio de 2006 son válidos para los años posteriores.

BFP a plazo fijo (en papel)		
	Remuneración anual constante	Remuneración anual variable
2000	[…]	[…]
2001	[…]	[…]
2002	[…]	[…]

(119) Por motivos de cautela, el experto se basó, a efectos del estudio, en la hipótesis de la remuneración anual constante.

(120) Las comisiones iniciales percibidas por PI por los BFP recalculadas sobre la base de esta hipótesis se recogen en el cuadro que figura a continuación.

Cuadro 9

Comisiones iniciales percibidas por PI por la colocación de BFP

	2000	2001 ([50])	2002	2003	2004	2005	2006
BFP en papel (todos los BFP anteriores a 2003)							
BFP ordinarios	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]
BFP a plazo fijo	[…]	[…]	[…]				
BFP a 18 meses						[…]	[…]
BFP desmaterializados (posteriores a 2003)							
BFP ordinarios				[…]	[…]	[…]	[…]
BFP indexados *(a acciones)*				[…]	[…]	[…]	[…]
BFP indexados *(a la inflación)*							[…]
BFP a 18 meses						[…]	[…]

([50]) Los importes de 51,6 y 25 millones, pagados respectivamente en 2001 y 2002 por tareas específicas que trascendían la simple colocación de los BFP, no están incluidos en esas cifras. Sin embargo, el experto verificó su incidencia («sensitivity check») y llegó a la conclusión de que su inclusión no modificaría las conclusiones del estudio.

Comparación con las remuneraciones estimadas a partir de la muestra de obligaciones bancarias

(121) Los datos recogidos permiten hacer una estimación de las diferencias («spreads») en la remuneración de mercado abonada por la colocación de BFP. La remuneración de mercado estimada varía en función de cuál sea el producto similar considerado más apropiado en cada caso.

(122) El cuadro 10 muestra las diferencias en las comisiones iniciales globales estimadas por los BFP (sobre la base del análisis de regresión realizado a partir de la muestra de las obligaciones bancarias), así como las diferencias en las comisiones recalculadas percibidas por PI por los BFP. El margen de variación de la remuneración efectivamente pagada por los BFP es igual a la diferencia entre las comisiones mínima y máxima registradas durante el período 2000-2006. El margen de variación

utilizado en la comparación es igual a la diferencia entre los valores mínimos y máximos previstos ([51]) de las comisiones de los BFP, valores obtenidos por regresión de las comisiones sobre los factores importantes. El cuadro 10 también muestra los márgenes obtenidos añadiendo una o dos desviaciones estándar a los valores mínimos y máximos previstos ([52]).

(123) La referencia a los intervalos clásicos (media + 1 desviación estándar) y (media + 2 desviaciones estándar) resulta útil para establecer la probabilidad de que una hecho se produzca: cuando la variación del valor registrado con respecto al valor previsto es inferior a una desviación estándar es muy probable que aquel sea comparable a efectos estadísticos al valor previsto; cuando la variación está comprendida entre una y dos desviaciones estándar esa probabilidad es menor, pero no excesivamente baja; cuando es superior a dos desviaciones estándar, la probabilidad es bastante baja y se puede hablar de hecho «raro» y potencialmente «anormal» ([53]).

Cuadro 10

Comisiones iniciales recalculadas y remuneraciones de mercado de los BFP estimadas a partir de la muestra de obligaciones bancarias (en %)

Forma del BFP	Papel	Desmaterializados	Papel	Desmaterializados	Desmaterializados	Papel	Desmaterializados
Tipo de BFP	Ordinarios	Ordinarios	A plazo fijo	Indexados a acciones ([54])	Indexados a la inflación	a 18 meses	a 18 meses
Comisiones mínimas de los BFP 2000-2006	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]
Comisiones máximas de los BFP 2000-2006	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]
Valor previsto – valor mínimo estimado	3,05	3,05	1,76	1,69	2,83	0,63	0,63
Valor previsto + 1 desv. estándar – valor mínimo estimado	3,40	3,40	2,11	2,51	2,14	0,88	0,92
Valor previsto + 2 desv. estándar – valor mínimo estimado	3,75	3,75	2,46	3,32	4,20	1,21	1,21
Valor previsto – valor máximo estimado	4,54	4,54	3,34	1,69	2,83	0,63	0,63

([51]) En estadística, el valor previsto (o previsión matemática o media) de una variable aleatoria es la suma de los productos de todos los posibles valores de la variable multiplicada por la probabilidad de estos últimos. Por lo tanto, representa el importe medio que se «prevé» que dará como resultado la prueba aleatoria cuando probabilidades idénticas se repiten varias veces. En este contexto, los valores previstos, mínimo y máximo, se refieren a las dos regresiones más favorables, como indica el estudio del experto. En particular, las estimaciones bajas se refieren a la muestra de obligaciones bancarias a tipo fijo, una muestra que permite utilizar una variable significativa del rendimiento al vencimiento en el análisis de regresión. Las estimaciones más altas resultan del análisis de regresión realizado a partir de la muestra de todas las obligaciones bancarias de tipo «plain vanilla» que incluye obligaciones tanto de tipo fijo como de tipo variable.

([52]) En probabilidad y en estadística, la desviación estándar o desviación cuadrática media es una medida de dispersión de un conjunto de valores. Se define como la desviación del valor cuadrático medio (RMS) de los valores de su media o como la raíz cuadrada de la varianza. El error estándar de un método de medición o de estimación es la desviación cuadrática media estimada del error en ese método. Más específicamente, representa la desviación estándar de la diferencia entre los valores medidos o calculados y los valores reales (*Fuente*: Wikipedia).

([53]) Al comparar el resultado real con los «intervalos clásicos» de la media más o menos uno o dos errores estándar, se parte en general del principio de que la colocación subyacente es simétrica y normal. En este caso, puede afirmarse que el resultado tiene una probabilidad del 68,26 % de entrar en el intervalo «media más o menos un error estándar» y una probabilidad del 95,44 % de entrar en el intervalo «media más o menos dos errores estándar». No obstante, la pertinencia de la referencia al intervalo «media más o menos uno o dos errores estándar» no se limita al caso de la colocación normal, de modo que es posible afirmar en general que un hecho que entra en la desviación estándar de la media (este intervalo se utilizará en el análisis realizado en la sección siguiente) puede considerarse, en líneas generales, «corriente».

Forma del BFP	Papel	Desmaterializados	Papel	Desmaterializados	Desmaterializados	Papel	Desmaterializados
Tipo de BFP	Ordinarios	Ordinarios	A plazo fijo	Indexados a acciones ([54])	Indexados a la inflación	a 18 meses	a 18 meses
Valor previsto + 1 desv. estándar – valor máximo estimado	5,25	5,25	4,05	2,51	3,51	0,92	0,92
Valor previsto + 2 desv. estándar – valor máximo estimado	5,96	5,96	4,76	3,32	4,20	1,21	1,21

([54]) Conviene señalar que el análisis de regresión realizado a partir de la muestra de obligaciones bancarias estructuradas tiene un valor explicativo considerablemente más bajo que el de otras obligaciones bancarias utilizadas para calcular la remuneración de colocación de otros tipos de BFP. Sobre este particular, el experto subraya que «los resultados de la simulación son, en el caso de los BFP indexados, difíciles de conciliar con mecanismos económicos fundamentales, a saber, no es evidente la razón por la cual los BFP indexados deben conllevar comisiones tan inferiores a la media obtenida a partir de la submuestra de obligaciones bancarias anexadas a acciones. Este hecho, junto con las pruebas del escaso valor explicativo del análisis de regresión de las comisiones de los BFP, sugiere a nuestro entender, que en este caso debe atribuirse mayor peso al resultado de la mera comparación de los valores medios, que da una indicación más categórica de la conformidad al mercado». Las estadísticas descriptivas ponen de relieve que la remuneración media de las obligaciones bancarias indexadas a acciones es del 3,10 % y el de las indexadas a la inflación, 2,82 %. Ambos valores son superiores a la remuneración más alta percibida por PI por los BFP indexados a acciones e indexados a la inflación.

(124) El experto llegó a las siguientes conclusiones:

a) la conformidad al mercado de los BFP a 18 meses, los BFP ordinarios desmaterializados y los BFP indexados a la inflación, era «inequívoca»;

b) en lo que respecta a los BFP indexados («index linked») y los BFP ordinarios en papel, había pruebas que no podían considerarse «inequívocas», pero que apuntaban claramente a su conformidad al mercado. En estos casos, las simulaciones basadas en las regresiones pusieron de manifiesto que las comisiones aplicadas a los BFP o bien eran inferiores al valor previsto o entraban en el intervalo «valor previsto más dos desviaciones estándar»;

c) en cuanto a los BFP a plazo fijo, cabía la posibilidad de que se hubiera registrado un valor máximo anormal en el año 2001.

(125) El experto también incluyó en su estudio las previsiones sobre las comisiones de los BFP ordinarios y de los BFP a plazo fijo cuando se introducen variables indicadoras independientes («dummy») ([55]) para cada agente colocador, con el fin de tener en cuenta las políticas de precios de cada uno de ellos, factor que no se había tenido en cuenta en el análisis de regresión expuesto en el cuadro 10:

Cuadro 11

Estimación de las remuneraciones cobradas por los BFP

	Obligaciones bancarias «plain vanilla»	Obligaciones bancarias a interés fijo
	A: BFP ordinarios	
UBM	3,60 %	3,23 %
PopVicenza	3,06 %	2,65 %
Antonveneta	2,95 %	2,98 %
Carige	2,62 %	2,53 %

([55]) En el análisis de regresión una variable «dummy», también conocida como variable binaria o indicadora, es una variable que puede tener solo dos valores, 1 ó 0, para indicar la ausencia o la presencia de posibles efectos que podrían influir en el resultado. El uso de variables indicadoras aumenta claramente el coeficiente de determinación («model fit»), pero a costa de algo de libertad y de que el modelo pierda en alguna medida su carácter generalista. El uso de demasiadas variables indicadoras provoca que el modelo resultante no permita extraer una conclusión general (*Fuente*: Wikipedia).

	Obligaciones bancarias «plain vanilla»	Obligaciones bancarias a interés fijo
	A: BFP ordinarios	
IntesaSanPaolo	2,25 %	2,73 %
SanPaoloIMI	1,44 %	2,45 %
	B: BFP a interés fijo	
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 %

Comparación con las comisiones de los fondos comunes de inversión

(126) Las comisiones iniciales globales recalculadas abonadas a PI por la colocación de los BFP (estimación puntual) y de los fondos comunes de inversión monetarios se indican en el cuadro 12.

Cuadro 12

Comisiones iniciales recalculadas y estimación de las remuneraciones anuales de mercado de los BFP a partir de la muestra de los fondos comunes de inversión

BFP ordinarios			
	BFP	Fondos comunes de inversión monetarios	
Año		MEDIA	MEDIA + 1 desviación estándar
2000	[…]	1,48 %	3,41 %
2001	[…]	1,48 %	3,41 %
2002	[…]	2,13 %	4,06 %
2003	[…]	2,45 %	4,38 %
2004	[…]	2,55 %	4,48 %
2005	[…]	3,38 %	5,31 %
2006	[…]	3,38 %	5,31 %
BFP a plazo fijo			
	BFP	Fondos comunes de inversión monetarios	
Año		MEDIA	MEDIA + 1 desviación estándar
2000	[…]	1,15 %	3,08 %
2001	[…]	1,15 %	2,80 %
2002	[…]	1,65 %	3,30 %

(127) Partiendo de la hipótesis de una remuneración anual constante y utilizando valores absolutos, el experto calculó la remuneración anual pagada por la colocación de los BFP comparándola con la remuneración que PI habría obtenido si le hubieren pagado las comisiones medias abonadas a los agentes colocadores de fondos de inversión corrientes comparables. En el cuadro 13 se muestran los importes anuales absolutos de la remuneración percibida por los BFP y los de la remuneración que se habría pagado si se hubieran aplicado las condiciones aplicables a los fondos de inversión corrientes monetarios.

Cuadro 13

Remuneraciones reales y estimadas de los BFP en valores absolutos

	BFP	Fondos comunes de inversión monetarios	
Año		MEDIA	MEDIA + 1 desviación estándar
2000	361	217	426
2001	439	235	459
2002	316	355	596
2003	416	457	721
2004	482	519	803
2005	582	762	1 062
2006	559	820	1 139
Total 2000-2006	3 157	3 364	5 207

(128) El experto llegó a las siguientes conclusiones:

a) De acuerdo con el primer método (cuadro 12), las comisiones de los BFP casi siempre están comprendidas entre el valor previsto y el valor previsto más una desviación estándar, cuando se calculan sobre la base de las comisiones aplicadas en los fondos comunes de inversión monetarios, y casi siempre por debajo del valor estimado cuando se calculan tomando como referencia las comisiones aplicadas en el caso de los fondos soberanos de obligaciones denominados en euros.

b) Con arreglo al segundo método (cuadro 13), la remuneración total realmente obtenida por PI siempre es inferior a la remuneración que habría obtenido de aplicarse las condiciones medias de los fondos soberanos de obligaciones denominados en euros. La remuneración total real es asimismo inferior a la remuneración que se habría obtenido de aplicarse las condiciones medias de los fondos comunes de inversión monetarios en el período 2003-2006. En el período 2000-2003, la remuneración realmente percibida no es inferior a la media si se toma como referencia las condiciones de los fondos comunes de inversión monetarios, pero sí es inferior a una remuneración de un importe igual al valor previsto más una desviación estándar.

c) La conclusión final de que las comisiones percibidas por PI se atenían a las condiciones del mercado, a la que se llegó tras compararlas con las comisiones aplicadas en los fondos comunes de inversión monetarios, es a todas luces «inequívoca».

Comisiones específicas percibidas por la fabricación de los BFP en papel

(129) La compensación global abonada a PI por la CDP fue de 15 millones EUR en 2003, 16 millones EUR en 2004 y 18 millones EUR en 2005 y 2006 (véase el cuadro 5).

(130) La remuneración obtenida por la fabricación de los BFP en papel no se tuvo en cuenta en los análisis anteriormente descritos sobre la conformidad al mercado de las comisiones pagadas a PI por la colocación de los BFP. Ello se debe a que el experto consideró conveniente no tomar en consideración ese elemento al calcular la comisión inicial adicional por tratarse de una característica muy específica de los BFP, que no se daba en otros productos financieros comparables en el período 2000-2006. Como se dijo anteriormente, Italia equipara la compensación abonada a PI por la fabricación de los BFP en papel con la solicitada por la emisión de certificados en papel en el caso de los fondos comunes de inversión. Italia afirma que esta última oscila entre 10 y 20 euros por certificado y subraya que la comisión abonada a PI por la CDP es de 1,70 euros por BFP en papel, importe que no considera excesivo. El experto confirmó que los importes percibidos en el caso de los fondos comunes de inversión por la fabricación de los certificados en papel correspondían a los facilitados por Italia.

(131) En consecuencia, la compensación pagada por CDP a PI por la fabricación de los certificados en papel es acorde al mercado.

Conclusiones del experto

(132) La conclusión general a la que se llega en el análisis del experto es que la remuneración abonada a PI por la colocación de los BFP durante el período 2000-2006 se ajusta a las condiciones del mercado.

VIII. **EVALUACIÓN DE LA MEDIDA**

(133) Para determinar si una medida constituye una ayuda estatal a los efectos del artículo 87, apartado 1, del Tratado, la Comisión tiene que evaluar, como regla general, si el régimen:

— ha sido otorgada por el Estado o mediante fondos estatales,

— confiere una ventaja económica,

— puede falsear la competencia, favoreciendo a determinadas empresas o producciones,

— afecta a los intercambios comerciales entre Estados miembros.

VIII.1. **Contexto de la evaluación**

(134) Para llegar a una conclusión en el presente caso, la Comisión tendrá que limitarse a evaluar si la remuneración en cuestión confirió una ventaja a PI.

(135) De conformidad con el Decreto de 6 de octubre de 2004, la captación del ahorro postal pasó a ser un servicio de interés económico general ([56]). Por consiguiente, a partir del año 2004, la evaluación debe realizarse con arreglo a los principios establecidos en la sentencia Altmark ([57]).

(136) A tal efecto, la Comisión ya afirmó, en la Decisión por la que se incoó el procedimiento, que PI, la empresa beneficiaria, tenía que cumplir obligaciones de servicio público y que tales obligaciones estaban claramente definidas. Los parámetros utilizados para calcular la compensación por la prestación de estos servicios se habían definido previamente de manera objetiva y trasparente, en particular en los convenios celebrados entre la CDP y PI. Quedaba, pues, por verificar si la compensación excedía de lo necesario para sufragar total o parcialmente los costes derivados de las obligaciones de servicio público, teniendo en cuenta los ingresos correspondientes y un beneficio razonable. Además, a falta de un procedimiento de contratación pública, la compensación necesaria debe

([56]) Sin embargo, la Comisión no cree que los sucesivos convenios celebrados entre CDP y PI equivalgan *per se* a la atribución de un servicio de interés económico general.

([57]) Sentencia del Tribunal de Justicia en el asunto C-280/00, Altmark Trans GmbH y Regierungspräsidium Magdeburg/Nahverkehrsgesellschaft Altmark GmbH (Rec. 2003, p. I-07747), y asuntos acumulados C-34/01 a C-38/01 Enirisorse SpA/Ministero delle Finanze (Rec. 2003, p. I-14243).

calcularse sobre la base de un análisis de los costes que una empresa media del mismo sector, bien gestionada y dotada de unos medios adecuados, habría soportado, teniendo en cuenta los ingresos correspondientes y un beneficio razonable, por la ejecución de tales obligaciones.

(137) Si las remuneraciones pagadas por CDP fuesen conformes al mercado, constituirían una estimación válida de los costes que una empresa media, bien gestionada y dotada de unos medios adecuados, habría soportado, teniendo en cuenta los ingresos correspondientes y un beneficio razonable, por la ejecución de tales obligaciones. De ser así, esas remuneraciones cumplirían los cuatro criterios establecidos en la sentencia Altmark y no constituirían una ayuda estatal ([58]). Por último, si antes de que a PI y a CDP les fuera encomendado el servicio de interés económico general, las remuneraciones anuales percibidas por PI por las libretas de ahorro cumplían las condiciones del mercado, resulta evidente que PI no habría obtenido ninguna ventaja y que tales remuneraciones no constituirían una ayuda estatal.

(138) Para evaluar si las remuneraciones abonadas por CDP se atienen a las condiciones del mercado, la Comisión seguirá paso por paso las principales fases del método utilizado en el estudio comparativo (método que asumió en la Decisión por la que se incoó el procedimiento) y que también se empleó en los dos estudios realizados posteriormente:

a) en primer lugar tendrá que determinar cuáles son los productos financieros que más se asemejan a los diferentes tipos de BFP (sección VIII.2); para ello, es sumamente importante, precisar, y tener debidamente en cuenta, los factores esenciales que inciden en el nivel de las comisiones de colocación;

b) en segundo lugar, habrá que determinar las remuneraciones de mercado abonadas por los operadores por la colocación de los productos financieros asimilables y compararlas con la remuneración pagada por CDP (sección VIII.3).

VIII.2. **Determinación de los productos similares**

VIII.2.1. *Validación del estudio del experto*

(139) Los tres estudios difieren esencialmente en cuanto a los productos considerados similares y a los factores que determinan la remuneración e influyen en la elección de los productos asimilables. En el cuadro que figura a continuación se presentan los productos considerados similares en cada uno de los tres estudios:

Cuadro 14

Productos similares según los tres estudios

Producto	Estudio comparativo	Estudio de la ABI	Estudio del experto
BFP ordinarios	Obligaciones societarias estructuradas con calificación igual o superior a BBB (S&P) o Baa2 (Moody's)	BTP de igual duración	Obligaciones bancarias de tipo «plain vanilla» (tanto a tipo fijo como variable)
BFP a plazo fijo	Obligaciones societarias estructuradas con calificación igual o superior a BBB (S&P) o Baa2 (Moody's)	BOT, CTZ y BTP en función de la vida residual de los BFP	Obligaciones bancarias de tipo «plain vanilla»
BFP indexados (a la inflación y a acciones)	Obligaciones societarias estructuradas con calificación igual o superior a BBB (S&P) o Baa2 (Moody's)	BFP indexados a la inflación: BTP-EUR indexados; BFP indexados a la cotización de acciones: obligaciones financieras indexadas con una calificación igual o superior a A+ (S&P) o Aa2 (Moody's)	Obligaciones bancarias indexadas (a acciones o a la inflación, según los casos)

([58]) Véase asimismo el punto 88 de la decisión de 22 de noviembre de 2006 por la que se incoó el procedimiento.

Producto	Estudio comparativo	Estudio de la ABI	Estudio del experto
BFP a 18 meses	Obligaciones societarias estructuradas con calificación igual o superior A– (S&P) o A3 (Moody's)	Títulos del Tesoro a corto plazo (BOT y CTZ)	Certificados de depósito (CD) ([59]), con indicaciones útiles sobre las obligaciones emitidas por bancos a tipo fijo de duración más corta y fondos comunes de inversión monetarios
Observaciones sobre otros productos comparables	Italia sostiene que los BFP son productos comparables a los fondos comunes de inversión abiertos nacionales denominados en euros	La ABI sostuvo en un principio que los BFP eran comparables a los fondos comunes de inversión abiertos nacionales denominados en euros. Sin embargo, en su estudio no se recoge tal similitud.	Podrían extraerse indicaciones útiles para determinar el nivel de la remuneración de mercado por la colocación de los BFP (excepto los BFP indexados) de las observaciones sobre la remuneración abonada en el caso de los fondos comunes de inversión más semejantes, en especial los fondos monetarios.

([59]) Dada la falta de datos públicos al respecto —los emisores no están obligados a hacer públicas las comisiones de colocación de los certificados de deposito— el estudio del experto no se refirió demasiado a este tipo de producto comparable.

(140) Según la Comisión tanto la metodología aplicada por el experto (véase en especial el cuadro 7) como los resultados del estudio son del todo pertinentes. En particular, los productos similares encontrados responden a los interrogantes de ambas partes, autoridades italianas y ABI, como se verá a continuación. Todos los factores pertinentes para definir las características esenciales de los productos financieros de referencia se evaluaron y sopesaron adecuadamente. Además, el estudio del experto saca a relucir un factor muy importante que influye en las comisiones de colocación y que ambas partes —autoridades italianas y ABI— no habían tenido en cuenta: la red de colocación. Sobre este particular, el experto señala que — al menos en Italia — es posible ofrecer a los inversores minoristas una rentabilidad menor para el mismo perfil de riesgo que la ofrecida a los inversores institucionales. En este caso, el hecho de que las comisiones cobradas por la red de colocación minorista, sean mayores que las percibidas por los agentes que colocaban los BFP entre inversores institucionales, puede entenderse como una forma de reparto de los beneficios generados ([60]).

(141) Aunque no haya productos similares al cien por cien a los BFP, el estudio del experto permitirá calcular la remuneración de mercado estimada de productos de características análogas a las de los BFP (por ejemplo, por medio del análisis de regresión).

VIII.2.2. *Opinión de la Comisión sobre los argumentos esgrimidos por Italia*

(142) Según el estudio comparativo y el parecer de las autoridades italianas, reiteradamente expuesto, la opción *put* implícita que caracteriza a los BFP hace que estos títulos sean más complejos que los «plain vanilla» y puedan ser considerados «estructurados».

(143) La Comisión considera que algunos instrumentos, como las obligaciones «plain vanilla» y las acciones ordinarias tienen estructuras y rendimientos relativamente simples mientras que otros, como las obligaciones estructuradas y las obligaciones que permiten realizar operaciones financieras derivadas, tienen estructuras complejas y sus rendimientos dependen del comportamiento de las actividades subyacentes o de otros factores. Explicar, y sobre todo vender, un producto de estructura compleja a inversores minoristas no resulta tarea fácil para las redes de colocación minorista, que tienen que formar a su personal y dedicar un tiempo precioso y recursos al proceso de colocación.

([60]) En este contexto, la Comisión señala que los especialistas en temas financieros aceptan comúnmente que, debido a las ineficiencias del mercado, las comisiones de colocación difieren en función de que se trate del sector minorista o del institucional. En las condiciones de mercado actuales, ello beneficia a los intermediarios y no a los emisores (véase «The path to bond market efficiency: how increased retail distribution can lower borrowing costs», de Roger G. Hayes, en *Government Finance Review* de 1.6.2003).

(144) Por otra parte, ningún organismo regulador ha definido con exactitud, en un documento oficial que produzca efectos jurídicos, qué es una obligación «plain vanilla» o «estructurada» ([61]). Además, de utilizar una definición lata de obligación «estructurada», muchos productos financieros se situarían a mitad de camino entre las obligaciones «plain vanilla» y las «estructuradas» propiamente dichas. Sobre este particular, el experto señala que una obligación con opción de reembolso anticipado como los BFP no puede equipararse a una obligación estructurada normal. En efecto, la estructura de la rentabilidad de los BFP es simple y los pequeños inversores italianos saben perfectamente desde hace mucho tiempo lo que significa una opción de reembolso anticipado con derecho a la devolución del capital invertido y al cobro de los intereses devengados, razón por la cual, los agentes colocadores no tienen que esforzarse demasiado en explicar las características del producto a los inversores.

(145) Habida cuenta de lo que precede, el experto se adhiere a la definición según la cual una obligación es «estructurada» cuando su rentabilidad se vincula a la evolución de determinados parámetros, de acuerdo con un mecanismo previsto en las condiciones de la emisión.

(146) La Comisión conviene con el experto en que, de acuerdo con esa definición, no basta la presencia de una opción *put* en los BFP para equipararlos a las obligaciones «estructuradas».

(147) En conclusión, comparar los BFP a los instrumentos estructurados, tal como proponen las autoridades italianas, solo es apropiado ([62]) en el caso de los BFP indexados.

VIII.2.3. *Opinión de la Comisión sobre los argumentos esgrimidos por la ABI*

(148) La ABI ha sugerido en varias ocasiones que se comparara a los BFP con los títulos del Tesoro a corto y largo plazo. Sin embargo, esa comparación no resulta adecuada ya que los productos del Tesoro suelen colocarse entre inversores institucionales, mientras que las obligaciones bancarias y los BFP se colocan tradicionalmente entre inversores privados. Además, la comisión de colocación de los bonos del Tesoro, que los bancos cobran a los inversores minoristas, no es el precio de mercado resultante de la interacción entre la oferta y la demanda de servicios de colocación minorista, sino que la fija unilateralmente el Estado mediante la publicación de un reglamento con fuerza de ley. Por lo tanto, esta comisión no refleja el nivel de la remuneración de mercado de los servicios de colocación en el mercado italiano ([63]).

(149) La Comisión cree que los productos considerados asimilables por el experto se ajustan a los criterios de la ABI en la medida en que: i) las obligaciones bancarias son emitidas por entidades financieras y, por lo tanto, son productos más parecidos a los BFP emitidos por CDP; ii) a igual calificación, los títulos del Tesoro y las obligaciones bancarias tienen el mismo perfil de riesgo, y iii) no son las obligaciones bancarias estructuradas, sino las «plain vanilla», los productos asimilables a los BFP ordinarios y a plazo fijo.

VIII.2.4. *Conclusiones*

(150) En consecuencia, la Comisión considera como productos de referencia, a los efectos de la presente Decisión, los productos similares señalados por el experto, esto es, en primer lugar las obligaciones bancarias y, en segundo, los fondos comunes de inversión de características análogas.

([61]) De acuerdo con la definición del glosario de términos financieros «InvestorWords.com», frecuentemente utilizado en Internet, por «structured note» debe entenderse «a debt security with one or more special features, such as making payments based on an underlying index. For instance, a structured note is a bond which, instead of paying the typical interest payments, will use an index, such as the S&P 500, to determine the amount of the interest payment. This type of debt security is complex and is used primarily by sophisticated investors». La OCDE, por su parte, utiliza la siguiente definición: «structured bonds have characteristics that are designed to attract a certain type of investor and/or take advantage of particular market circumstances. However, structuring securities to appeal to a particular type of investor risks the possibility of loss of liquidity if the market moves in such a way as to make the structured features of the issue no longer attractive. Typically the structured features are achieved through the use of derivatives—for instance, a credit-linked note is a bond with an embedded credit derivative».

([62]) La nota de la Banca d'Italia sobre la definición de los títulos estructurados no modifica un ápice esta posición. La Comisión considera que el verdadero problema no es *terminológico*, no se trata de escoger el adjetivo acertado para calificar a un dato sustantivo, sino *sustancial* puesto que se trata de encontrar un producto que pueda compararse a todos los efectos con un producto financiero dado. Aun admitiendo que los BFP ordinarios fuesen obligaciones estructuradas, habría que compararlos con las obligaciones estructuradas de características similares, es decir, que incluyan una opción *put* de tipo americano para el inversor, y nada más.

([63]) Incluso en el supuesto de que los bonos del Tesoro fuesen los productos más parecidos a los BFP, al mismo nivel que las obligaciones emitidas por los bancos, este hecho no modificaría, según el experto, la evaluación empírica de la remuneración de mercado percibida por la colocación de los BFP. La Comisión comparte la opinión del experto.

VIII.3. **Estimación de la remuneración de mercado de los BFP**

VIII.3.1. *Método utilizado para calcular la remuneración de mercado*

a) BFP

(151) La Comisión considera que el método utilizado por el experto y el cálculo de las comisiones iniciales equivalentes para los BFP son correctos. En particular:

— la desagregación de la remuneración en función de su naturaleza (anual, inicial, otra) es adecuada,

— la duración prevista, el cálculo del valor real y el tipo de descuento de todos los productos indicados por el experto se basan en hipótesis razonables.

(152) Por consiguiente, las comisiones iniciales establecidas por el experto son correctas.

b) Productos asimilables

(153) La Comisión tiene en cuenta lo limitado de los datos disponibles y está de acuerdo con el experto cuando afirma, basándose en la literatura económica y en la investigación de mercado, que, a la vista de todos los factores que han de tenerse en cuenta, no existen productos financieros que puedan equiparase del todo a los BFP. La Comisión cree que el gran número de datos recogidos y utilizados por el experto son, tanto desde un punto de vista cualitativo como cuantitativo, adecuados a los efectos de la presente Decisión ([64]).

(154) La Comisión considera, asimismo, que llegar a una conclusión sobre todo el período (2000-2006) es importante, puesto que de las entrevistas realizadas por el experto se desprende que el volumen de las comisiones de colocación no ha aumentado desde el año 2000 (algunas de las respuestas señalaban incluso una disminución). Además, las negociaciones entre las partes dieron lugar a notables variaciones en las condiciones de remuneración a lo largo de los años (por ejemplo, la comisión de gestión anual disminuyó tanto en porcentaje como en términos absolutos). En opinión de la Comisión, la remuneración tiene que negociarse desde una óptica plurianual. Por consiguiente, es importante que la evaluación abarque un período de varios años.

(155) La Comisión también está de acuerdo con el experto en que, dado que las estructuras de remuneración de los BFP y de todos los productos financieros comparables son diferentes, es necesario que el tipo de la remuneración por la colocación de productos diferentes se exprese en términos homogéneos. A tal efecto, aunque a las obligaciones bancarias solo se les aplican comisiones de colocación, la Comisión considera correcto prever comisiones iniciales equivalentes para los fondos comunes de inversión.

(156) La Comisión opina, asimismo, que el estudio de regresión realizado a partir de la muestra de obligaciones bancarias es, en general, el mejor método para calcular la remuneración de mercado por la colocación de los BFP. La Comisión comparte asimismo la opinión del experto según la cual las estadísticas descriptivas relativas a los fondos comunes de inversión, que tanto la ABI como las autoridades italianas consideran productos comparables, pueden servir para llegar a conclusiones útiles. En consecuencia, la Comisión estima que las medias y valores previstos por el experto son aceptables.

([64]) El experto recogió un número considerable de prospectos informativos sobre las obligaciones bancarias cotizadas en la TLX, segunda bolsa de valores italiana tras Borsa Italiana, gestionada por TSX S.p.A. También consultó los sitios Web de los bancos más importantes de Italia: 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, Monte dei Paschi di Siena, incluido el sitio de Poste Italiane. En la base de datos introdujo todas las emisiones de obligaciones en euros en cuyo prospecto figurase la comisión de colocación. La base contiene datos de 511 emisiones de obligaciones colocadas en el mercado italiano. Dado que la obligación de comunicar las comisiones de colocación se introdujo recientemente (a través de la denominada «Directiva Prospectos», que fue incorporada a la legislación italiana en marzo de 2006 y entró en vigor en noviembre de 2006), la base de datos se refiere esencialmente a las obligaciones emitidas con posterioridad al año 2006. A pesar de ello, el experto pudo conocer las comisiones de colocación de 162 obligaciones bancarias emitidas antes de 2006. En total, la base de datos abarca las emisiones de 42 emisores colocadas a través de 28 redes bancarias.
El experto también llevó a cabo una serie de entrevistas de campo con el fin de comprender los factores que podían influir en la fijación de las comisiones de colocación.

(157) Existe, no obstante, una diferencia de índole técnica entre la Comisión y el experto en relación con los márgenes de variación (error estándar/desviación estándar) que deben aplicarse a los valores estimados al objeto de verificar si la remuneración se ajusta a las condiciones del mercado. La Comisión no considera necesario profundizar sobre esta cuestión visto que los márgenes no son necesarios para la evaluación.

VIII.3.2. *Evaluación de conformidad con el mercado*

(158) Ha de comprobarse si los siguientes productos se ajustaban a las condiciones del mercado durante el período de referencia.

Cuadro 15

Período de suscripción de los diferentes tipos de BFP

Tipo de BFP	Desmaterializados	En papel
BFP ordinarios	2003-2006	2000-2006
BFP a plazo fijo	*no podían suscribirse*	2000-2002
BFP a 18 meses	2005-2006	2005-2006
BFP indexados a acciones	2003-2006	*no podían suscribirse*
BFP indexados a la inflación	2006	*no podían suscribirse*

a) BFP desmaterializados

(159) Por lo que se refiere a los BFP desmaterializados, de la comparación entre los valores del cuadro 9 y 10 se desprende lo siguiente.

— BFP ordinarios: durante el período de referencia, la remuneración inicial equivalente de los BFP fue del 2,64 %, mientras que el valor mínimo estimado era un 3,05 %. Así pues, la remuneración es conforme al mercado.

— BFP a 18 meses: durante período de referencia, la remuneración inicial equivalente de los BFP fue del 0,65 %, mientras que el valor estimado era un 0,63 %. La remuneración de los BFP está tan próxima al valor estimado que la única conclusión razonable a la que puede llegar la Comisión es que la remuneración es conforme al mercado ([65]). Además, la Comisión considera, al igual que el experto, que el producto bancario más similar es el certificado de depósito. A pesar del reducido tamaño de la muestra de estos certificados de depósito — títulos a los que no se aplica una comisión inicial y cuya comisión anual es de un 0,60 %— la Comisión cree que, a efectos de la presente Decisión, es posible determinar la comisión de colocación. Si se calcula el valor a precios de 2005 y 2006 de una comisión anual de un 0,60 % de un título a 18 meses ([66]) se obtiene una comisión inicial equivalente del 0,863 %, que es superior al valor estimado de la comisión inicial de los BFP a 18 meses. Por consiguiente, la remuneración se ajusta a las condiciones de mercado ([67]).

— BFP indexados: durante el período de referencia, la remuneración inicial equivalente de los BFP fue del 2,64 %. Sin embargo, dado el escaso valor explicativo del análisis de regresión realizado a partir de la muestra de obligaciones bancarias estructuradas (véase la nota 55), y no siendo los fondos comunes de inversión un producto que se preste a la comparación con los BFP indexados, la Comisión comparte el análisis del experto según el cual hay que basarse en los resultados de las estadísticas descriptivas. De esos resultados se infiere que:

([65]) Por añadidura, aun en la hipótesis de que la desviación estándar calculada por el experto no fuera adecuada, muy probablemente el valor de mercado + 1 error estándar corregido sería superior a la remuneración abonada a PI.
([66]) Suponiendo el pago semestral de una comisión del 0,30 %.
([67]) Una comisión inicial máxima en torno al 0,7 % se ajustaría a las condiciones del mercado.

i) la remuneración de los BFP indexados en el único año de referencia (2006) fue inferior a la remuneración media de las obligaciones bancarias indexadas a la inflación (un 2,82 % en 42 observaciones),

ii) la remuneración de los BFP indexados durante el período de referencia (2003-2006) fue inferior a la remuneración media de las obligaciones bancarias indexadas (un 3,10 % en 109 observaciones).

Por consiguiente, la remuneración es conforme al mercado.

b) BFP en papel a 18 meses

(160) El tipo aplicado a la remuneración de los BFP en papel a 18 meses es el mismo que el de los bonos desmaterializados (sin que esté prevista comisión de gestión anual alguna para este tipo de BFP). Así pues, también en este caso la remuneración se ajusta a las condiciones de mercado.

c) BFP ordinarios y BFP a plazo fijo en papel

(161) Solo queda por establecer si las remuneraciones percibidas por los BFP ordinarios en papel durante el período 2000-2006 y por los BFP a plazo fijo en papel durante el período 2000-2002 se ajustan a las condiciones del mercado.

(162) La Comisión observa que el experto también comparó los BFP con los productos desmaterializados asimilables, al no haber podido encontrar entre los productos en circulación en el mercado productos comparables en papel.

(163) La Comisión considera que la actividad desarrollada por PI en el caso de los certificados en papel va más allá de su mera fabricación, por la que percibe una comisión especifica (véanse los considerandos 129 a 131).

(164) En este punto, conviene subrayar que la diferencia existente entre las comisiones globales de los BFP en papel y las de los BFP desmaterializados se debe exclusivamente a la parte de esa comisión que corresponde a la gestión ([68]).

(165) PI lleva a cabo una serie de actividades específicas en relación con la gestión de los *stocks* de BFP en papel. En efecto, en todas las estafetas de correos de Italia se pueden «adquirir» BFP ordinarios en papel. Cualquier persona puede entrar en una estafeta de correos y adquirir BFP, pagándolos en metálico, presentando simplemente un documento de identidad. No es necesario ser titular de una cuenta corriente postal, puesto que los BFP en papel se pueden pagar en metálico. El empleado de correos pedirá al interesado que cumplimente una serie de formularios, inscribirá su nombre en los certificados y se los entregará materialmente. Otro tanto sucede cuando se solicita el reembolso de los BFP en papel. La gestión de estos trámites requiere una cierta labor organizativa, que no es necesaria, o es menos costosa, en el caso de los BFP desmaterializados y de las obligaciones bancarias.

(166) Por lo tanto, dado que la remuneración más elevada sobre el *stock* anual de BFP en papel parece justificada por las actividades específicas que PI lleva a cabo en relación con los certificados en papel, la comparación de las comisiones iniciales globales estimadas de los BFP ordinarios en papel con las de las obligaciones bancarias perjudicaría, inevitablemente, a PI y obligaría a fundar la decisión sobre la conformidad al mercado de la remuneración percibida por la colocación de los BFP básicamente en los datos relativos a los BFP desmaterializados.

([68]) La parte relativa a la suscripción es idéntica para los BFP en papel que para los BFP desmaterializados.

(167) La Comisión está de acuerdo con el experto en que PI lleva a cabo actividades específicas relacionadas con los BFP en papel que no están cubiertas por la compensación percibida por la fabricación de los certificados en papel ([69]). Esas actividades suplementarias justifican unas comisiones más elevadas. Durante el período de referencia, la remuneración anual media abonada a PI por esas actividades suplementarias de gestión de los certificados en papel fue aproximadamente del 0,14 % del *stock* de BFP en papel (véase el cuadro 4) ([70]). Aunque no sea posible calcular con precisión los costes de la gestión de los certificados en papel, la Comisión considera que esa remuneración más elevada a la que se acaba de hacer referencia no es excesiva habida cuenta del trabajo y el esfuerzo organizativo que conlleva la gestión de los certificados en papel (tal como se explica en el considerando 166). En 2006, las comisiones de gestión pagadas a PI solo ascendieron a 7 126 EUR por estafeta de correos. En el bienio 2000-2001, en el que las partes negociaron unos objetivos cualitativos específicos ([71]), las comisiones de gestión abonadas a PI fueron, respectivamente, de 18 064 EUR y 14 231 EUR por estafeta ([72]). La Comisión piensa que estos niveles guardan proporción con las actividades de gestión de los certificados en papel y se ajustan a las condiciones del mercado. La Comisión observa una tendencia a la baja de esas remuneraciones anuales, así como una probable disminución del volumen de certificados en papel con el paso del tiempo.

(168) En cuanto a los BFP a plazo fijo —que no existían en forma desmaterializada— la Comisión ha calculado las comisiones abonadas a PI excluyendo la remuneración correspondiente a las actividades de gestión. En el trienio 2000-2002 el resultado obtenido [1,72 % de media, según una estimación prudente ([73])] es inferior tanto al valor mínimo estimado de la remuneración (1,76 %; véase el cuadro 10), como a las diversas remuneraciones estimadas para los BFP a plazo fijo, teniendo en cuenta las políticas de precios de los diferentes agentes colocadores (véase el cuadro 11, B). Así pues, la Comisión ha llegado a la conclusión de que la remuneración abonada por los BFP a plazo fijo en papel se ajusta a las condiciones del mercado.

(169) Lo anteriormente expuesto permite afirmar que la remuneración por la colocación de los BFP ordinarios en papel y de los BFP a plazo fijo en papel se ajusta a las condiciones del mercado.

(170) La Comisión considera asimismo que las retribuciones abonadas por la colocación de todos los BFP en papel durante el período 2000-2006 son conformes al mercado.

Método alternativo

(171) Como alternativa, en este caso concreto, la Comisión hubiera podido considerar que las comisiones abonadas a PI eran conformes al mercado incluso siendo inferiores al valor máximo estimado.

(172) De haber sido así, el cuadro 10 mostraría que la remuneración percibida en el caso de los BFP ordinarios y a plazo fijo en papel sería conforme al mercado. En efecto, el valor máximo estimado para los BFP ordinarios en papel es un 4,54 % (valor máximo estimado), mientras que la comisión máxima durante el período 2000-2006 fue de un 3,07 %. En el caso de los BFP a plazo fijo en papel, los valores respectivos son el 3,34 % y el 3,09 %.

VIII.3.3. *Observaciones específicas*

a) Método de la remuneración anual variable

(173) La Comisión habría llegado a las mismas conclusiones si hubiera utilizado el método de la remuneración anual variable.

([69]) Los gastos directos adicionales que conlleva la producción de los certificados en papel se compensan aparte; véase la sección VIII.3.3.b) de la presente Decisión.

([70]) El hecho de que las comisiones de gestión no se calculen del mismo modo en el período 2000-2006 no modifica la evaluación de la Comisión.

([71]) La Comisión está satisfecha con la prueba de robustez realizada por el experto en relación con los importes pagados en los años 2001 y 2002 como contraprestación por las tareas distintas de la colocación de los BFP.

([72]) En 2000 había 13 950 estafetas de correo y 13 787 en 2001 (*Fuente*: Balances de PI).

([73]) La comisión de gestión utilizada para el cálculo es del 0,13 %, es decir la comisión de gestión más baja pagada a PI durante el período 2000-2002, y no se la puede considerar excesiva. El tipo de descuento aplicado por la Comisión en esta fase es la media de los tipos de descuento anuales a cinco años. Un método alternativo consistiría en utilizar las comisiones reales de gestión pagadas año tras año a PI durante toda la vida de los bonos a plazo fijo. Este método llevaría a una conclusión aún más firme sobre la conformidad al mercado de las comisiones correspondientes a los BFP a plazo fijo en papel.

(174) El método de la remuneración anual variable es aceptable toda vez que la Comisión parte del supuesto de que en las negociaciones anuales entre PI y CDP se tuvo en cuenta la variabilidad de las comisiones anuales.

(175) Si la Comisión hubiera utilizado este método, sus conclusiones sobre la conformidad al mercado habrían estado aún más fundadas.

b) Remuneración por la fabricación de certificados en papel

(176) De acuerdo con las observaciones del experto, cabe afirmar con absoluta certeza que, con la única excepción de las cuotas de los fondos comunes de inversión, cuya circulación en papel está legalmente autorizada, solo los BFP circulan en papel. La propia ABI admite que, hoy en día, en los mercados financieros prácticamente solo se negocian productos desmaterializados. Además, la ABI no aporta ningún argumento ni dato que avale la conformidad al mercado de esta última remuneración; ni se opone al cálculo de la remuneración por la fabricación de los certificados en papel a través de la comparación con los certificados en papel de los fondos comunes de inversión. Por lo tanto, la Comisión está de acuerdo con las conclusiones del experto sobre este punto (véanse los considerandos 129 a 131).

VIII.4. **Respuesta a las restantes observaciones formuladas por Italia y la ABI**

VIII.4.1. *Italia*

(177) En cuanto a los argumentos esgrimidos por Italia a propósito de la conformidad al mercado del margen correspondiente a los servicios de colocación de los BFP (considerandos 85 a 88), la Comisión observa que el nivel de rentabilidad resultante de la simulación efectuada por Italia no basta para demostrar la conformidad al mercado de las comisiones de colocación de los BFP, ya que, como reconocen las propias autoridades italianas, al no llevar PI una contabilidad separada para cada producto financiero, no es posible, a los efectos de la presente Decisión, obtener datos fiables sobre los costes e ingresos generados por los BFP.

(178) La comparación del margen de beneficios de PI/Bancoposta con el margen de beneficios del sector bancario por la prestación de todos los servicios equivalentes es aún más imprecisa.

(179) Por consiguiente, la Comisión considera, apoyándose en este argumento, que no es posible llegar a una conclusión sobre la conformidad al mercado de las comisiones pagadas por la colocación de los BFP, que es un servicio más de los ofrecidos por Bancoposta, comparando actividades y productos del sistema bancario que no son asimilables.

(180) Por lo que se refiere a la propuesta de las autoridades italianas de comparar la estructura de las comisiones de los BFP con la de las libretas de ahorro postal y extrapolar la remuneración de los BFP, teóricamente conforme al mercado, a la vida media del instrumento (considerando 82), la Comisión considera, a la vista del estudio del experto, que la hipótesis de que la duración del instrumento tiene un efecto lineal sobre las comisiones de colocación es excesivamente simplista. Además, es más correcto comparar los BFP con otros instrumentos financieros emitidos por los operadores del mercado.

VIII.4.2. *ABI*

(181) La ABI afirma que el tipo de rendimiento interno de un título del Tesoro siempre es inferior al de las obligaciones emitidas por una empresa con una calificación equivalente y que ello se debe al diferente perfil de riesgo, incluso en el caso de que los instrumentos financieros tengan la misma calificación. La Comisión cree, por el contrario, que esa diferencia de rentabilidad obedece más al tipo de red de colocación (minorista o institucional) que al perfil de riesgo.

VIII.5. **Separación contable**

(182) De conformidad con el Marco comunitario sobre ayudas estatales en forma de compensación por servicio público ([74]), cuando se encomiende a una empresa la gestión de varios servicios de interés económico general, la contabilidad interna de la empresa debe permitir asegurarse de que no existe una compensación excesiva de cada servicio de interés económico general.

(183) De acuerdo con las informaciones facilitadas por Italia, la contabilidad interna de PI no separa correctamente los costes e ingresos referidos al servicio de interés económico general vinculado al ahorro postal de los costes e ingresos relativos a otras actividades.

(184) La Comisión recuerda, por lo tanto, a Italia que ha de cumplir con su obligación al respecto.

IX. **CONCLUSIONES**

(185) La remuneración de mercado abonada por Italia a Poste Italiane por la colocación de los BFP responde a una estimación correcta de los costes que una empresa media, bien gestionada y dotada de unos medios adecuados, habría soportado, teniendo en cuenta los ingresos correspondientes y un beneficio razonable, por la ejecución de tales obligaciones.

(186) Desde que, en 2004, se confió el servicio de interés económico general a PI y a CDP se cumplen los cuatro principios de la sentencia Altmark. Las remuneraciones abonadas a PI por la colocación de los BFP entre los años 2004 y 2006 no constituyen ayudas estatales.

(187) Con anterioridad a la concesión a PI y CDP del servicio de interés económico general, las remuneraciones percibidas por PI por la colocación de los BFP se ajustaban a las condiciones del mercado. Como PI no se benefició de ninguna ventaja, tampoco esas remuneraciones constituyen ayudas estatales.

(188) La Comisión considera que las remuneraciones abonadas a PI por la colocación de los BFP durante el período 2000-2006 no constituyen ayudas estatales.

HA ADOPTADO LA PRESENTE DECISIÓN:

Artículo 1

Las remuneraciones pagadas por las autoridades públicas italianas a Poste Italiane por el servicio de colocación de los certificados de ahorro postales («Buoni Fruttiferi Postali») durante el período 2000-2006 no constituyen ayudas estatales a los efectos del artículo 87, apartado 1, del Tratado.

Artículo 2

El destinatario de la presente Decisión será la República Italiana.

Hecho en Bruselas, el 21 de octubre de 2008.

Por la Comisión
Neelie KROES
Miembro de la Comisión

([74]) DO C 297 de 29.11.2005, p. 4.