II

(Atti adottati a norma dei trattati CE/Euratom la cui pubblicazione non è obbligatoria)

DECISIONI

COMMISSIONE

DECISIONE DELLA COMMISSIONE

del 21 ottobre 2008

relativa all'aiuto di Stato C 49/06 (ex NN 65/06) cui l'Italia ha dato esecuzione ai fini della remunerazione di Poste italiane per il collocamento dei buoni fruttiferi postali

[notificata con il numero C(2008) 5585]

(Il testo in lingua italiana è il solo facente fede)

(Testo rilevante ai fini del SEE)

(2009/554/CE)

LA COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE,

visto il trattato che istituisce la Comunità europea, in particolare l'articolo 88, paragrafo 2, primo comma,

visto l'accordo sullo Spazio economico europeo, in particolare l'articolo 62, paragrafo 1, lettera a),

dopo aver invitato gli interessati a presentare osservazioni conformemente alle citate disposizioni [1] e viste le osservazioni trasmesse,

considerando quanto segue:

I. PROCEDIMENTO

(1) Con lettera del 30 dicembre 2005 l'*Associazione Bancaria Italiana* (ABI) presentava denuncia alla Commissione per una serie di presunti benefici a favore delle attività bancarie di *Poste italiane SpA* (PI), svolte tramite la divisione pienamente integrata *Bancoposta*.

(2) Stando alla denuncia, PI godrebbe di una presunta sovracompensazione dei costi per il collocamento dei prodotti finanziari del risparmio postale per nome e per conto di *Cassa Depositi e Prestiti SpA* (CDP). Un secondo vantaggio risulterebbe dall'esclusiva per il servizio di collocamento, che allontanerebbe la clientela dagli omologhi prodotti bancari.

(3) Con lettera del 7 febbraio 2006 la Commissione avanzava alcuni quesiti, nell'ambito in particolare del risparmio postale. Dopo aver chiesto proroga del termine di risposta, l'Italia ha replicato con lettera del 21 aprile 2006. La Commissione ha poi chiesto ulteriori chiarimenti con lettera del 29 giugno 2006, cui l'Italia ha risposto con le lettere del 31 luglio e del 9 agosto 2006.

(4) Il 30 marzo 2006 si è svolta una riunione con le autorità italiane e i rappresentanti di PI.

(5) La Commissione ha chiesto chiarimenti a ABI con lettera del 20 aprile 2006, cui ABI ha risposto con lettera dell'8 giugno 2006.

(6) Con lettera del 22 novembre 2006 la Commissione comunicava all'Italia la decisione di avviare, nei confronti della misura, il procedimento di cui all'articolo 88, paragrafo 2, del trattato CE.

[1] GU C 31 del 13.2.2007, pag. 11.

(7) La decisione della Commissione di avviare il procedimento è pubblicata nella *Gazzetta ufficiale dell'Unione europea* ([2]). La Commissione ha invitato gli interessati a presentare osservazioni.

(8) Le autorità italiane hanno provveduto con lettera del 2 febbraio 2007.

(9) ABI ha risposto con lettera del 13 marzo 2007. Con lettera del 20 marzo 2007 la Commissione ha inoltrato le osservazioni di ABI alle autorità italiane, dando loro l'opportunità di rispondere. Le osservazioni italiane sono pervenute con lettera del 18 aprile 2007.

(10) Il 20 marzo 2007 si è tenuta una riunione fra ABI e i servizi della Commissione.

(11) Con lettera del 23 marzo 2007 la Commissione ha chiesto ad ABI alcuni chiarimenti, che questa ha fornito con lettera del 18 maggio 2007. Con lettera del 23 maggio 2007 la Commissione ha inoltrato le osservazioni di ABI alle autorità italiane, che hanno risposto con lettera del 22 giugno 2007.

(12) Il 25 gennaio 2008 la Commissione ha chiesto complementi di informazione all'Italia che ha risposto l'11 marzo 2008, il 13 maggio 2008 e il 17 giugno 2008.

(13) Nel gennaio 2007 la Commissione ha indetto un bando (2007/S 29-034352) per la realizzazione di uno studio sulla remunerazione per il collocamento di buoni fruttiferi postali. Potendosi ravvisare profili di conflitto d'interesse in capo a uno dei concorrenti, la Commissione ha invitato le autorità italiane e ABI a inviare osservazioni al riguardo con lettera del 29 giugno 2007, cui l'Italia ha risposto con lettera del 5 luglio 2007.

(14) Il 9 novembre 2007, essendo scaduta la validità delle offerte, la Commissione ha bandito un nuovo appalto (COMP/2007/D3/23) e il 20 dicembre 2007 ha concluso il contratto di studio con un esperto indipendente («l'esperto»). Il 21 giugno 2008 l'esperto ha consegnato alla Commissione la relazione finale dello studio.

II. **ATTIVITÀ DI CDP E PI/BANCOPOSTA — MERCATI INTERESSATI**

II.1. **CDP**

(15) CDP è stata trasformata da amministrazione dello Stato in società per azioni a fine 2003. Da allora, nonostante il trasferimento di 30 % del suo capitale azionario a 65 fondazioni bancarie ([3]), CDP rimane sotto il controllo dello Stato.

(16) La missione di CDP è favorire lo sviluppo degli investimenti pubblici, delle opere infrastrutturali destinate alla fornitura dei servizi pubblici a carattere locale e delle grandi opere di interesse nazionale.

(17) Dal 2003 l'attività di CDP è incardinata in due distinti rami di azienda.

— Il primo, denominato «gestione separata», gestisce il finanziamento degli investimenti dello Stato, delle regioni, degli enti locali, degli enti pubblici e degli organismi di diritto pubblico. La raccolta del risparmio postale, garantito dallo Stato, rappresenta la maggiore fonte di provvista per queste finalità.

— Il secondo ramo, denominato «gestione ordinaria», è preposto al finanziamento di opere, di impianti, di reti e di dotazioni destinati alla fornitura di servizi pubblici e alle bonifiche. Allo scopo, CDP potrà raccogliere fondi con l'emissione di titoli, l'assunzione di finanziamenti e altre operazioni finanziarie, senza garanzia dello Stato.

II.2. **PI**

(18) PI è il fornitore del servizio postale universale in Italia e adempie l'obbligo di servizio postale universale ([4]) ai sensi della normativa nazionale ([5]) e dei regolamenti sul servizio postale universale. Attualmente i servizi finanziari non sono compresi nel mandato di servizio di interesse economico generale affidato a PI.

(19) Oltre a garantire il servizio postale universale, PI è in grado di offrire prodotti e servizi integrati di comunicazione, logistici e finanziari su tutto il territorio nazionale. I dati principali figurano nella seguente tabella ([6]).

([2]) Cfr. nota 1.

([3]) A norma dell'articolo 5 del decreto legge 30 settembre 2003, n. 269, convertito in legge 24 novembre 2003, n. 326, le azioni di CDP sono attribuite allo Stato. Inoltre, le fondazioni e altri soggetti pubblici o privati possono solo detenere quote complessivamente di minoranza del capitale di CDP.

([4]) Il servizio postale universale comprende la raccolta, il trasporto, lo smistamento e la distribuzione degli invii postali fino a 2 kg e dei pacchi postali fino a 20 kg, nonché i servizi relativi agli invii raccomandati e agli invii assicurati.

([5]) Decreto legislativo 22 luglio 1999, n. 261 pubblicato in GU 182 del 5.8.1999, e decreto 17 aprile 2000 del ministero delle Comunicazioni pubblicato in GU 102 del 4.5.2000.

([6]) *Fonte*: Sito web PI; marzo 2008.

Tabella 1

Dati economici relativi alle principali attività di PI

Anno 2006	
Totale dipendenti (media annuale)	151 470
Aree territoriali	9
Filiali	140
Uffici postali	13 893
Principali dati economici del gruppo Poste italiane	
	(milioni di EUR)
Ricavi totali	17 055,6
Ricavi delle vendite e prestazioni	15 932,2
di cui:	
— da servizi postali	5 339,4
— da servizi finanziari	4 382,5
— da servizi assicurativi	5 993,6
— da altri servizi	216,7
Altri ricavi	1 123,3
Utile netto	675,7
Il settore postale	
Prodotti e servizi	volumi (n. pezzi)
Corrispondenza (posta ordinaria, prioritaria, raccomandata, assicurata, atti giudiziari, altra posta registrata)	3 522 792 200
Posta commerciale (Postatarget, cataloghi, posta non indirizzata, ecc.)	1 887 699 700
Periodici (stampe, gadgets, libri, ecc.)	1 216 045 800
Comunicazioni elettroniche (telegrammi, fax, telex)	17 442 800
Corriere espresso (Poste italiane e Sda)	46 284 600
Pacchi	16 052 000
Il risparmio postale	
Libretti di risparmio, buoni fruttiferi e conti correnti postali: ammontare complessivo	282 408milioni di EUR
Polizze vita: importi sottoscritti	5 989milioni di EUR
Conto Bancoposta: numero di conti correnti in essere	4 880 000
Carta Postepay: numero carte emesse	2 801 000

(20) Stando al bilancio di PI, nel 2006 l'apporto dei servizi postali ai ricavi totali del gruppo è stato del 33,5 %; il 27,5 % dei ricavi totali è derivato dai servizi finanziari, il 37,6 % dai servizi assicurativi. I servizi finanziari e i servizi assicurativi hanno contribuito rispettivamente per l'82,0 % e il 18,7 % alla formazione del risultato operativo del gruppo PI. I servizi postali hanno registrato una perdita operativa di 4 milioni di EUR.

(21) Prima del dicembre 2003 PI era posseduta al 100 % dallo Stato italiano. Nel dicembre 2003, lo Stato italiano ha disposto il trasferimento del 35 % del capitale sociale di PI presso CDP. Poste italiane SpA è anch'essa un soggetto privato controllato dallo Stato.

II.2.1. *Servizi postali*

(22) Stando a un recente studio ([7]), il mercato postale italiano era relativamente aperto prima dell'attuazione della prima direttiva postale ([8]). Operatori diversi da PI potevano già distribuire corrispondenza pubblicitaria indirizzata e posta ibrida. Inoltre, alcuni operatori postali locali erano attivi nella distribuzione di corrispondenza nell'ambito di un rapporto di subappalto con PI. Dopo l'attuazione della direttiva 97/67/CE sui servizi postali, le modalità di recapito della posta ibrida sono state fatte rientrare fra i servizi riservati, con la conseguente interruzione dei rapporti di subappalto. La posta transfrontaliera in entrata e in uscita fa integralmente parte dell'ambito riservato di PI. Dal 1º gennaio 2003 è stata recepita nell'ordinamento italiano la seconda direttiva postale ([9]) che prevede il pieno completamento del mercato postale interno entro il 1º gennaio 2009, con la limitazione dei prodotti riservati fino a 100 grammi per la corrispondenza e al triplo della tariffa base della posta prioritaria. A partire dal 1º gennaio 2006 la riserva riconosciuta a PI comprende gli invii di corrispondenza di prezzo sino a due volte e mezzo la tariffa base della posta prioritaria e di peso sino a 50 grammi. Inoltre, restano fra i servizi riservati le prestazioni di *back office* e il recapito della posta all'ingrosso. Il mercato postale è ora relativamente aperto *de jure*, essendo ormai liberalizzata la consegna della pubblicità diretta per corrispondenza. Le regole di ingresso non sono considerate severe ([10]).

(23) Il 19 ottobre 2006 la Commissione ha proposto una nuova direttiva postale per il pieno completamento del mercato interno dei servizi postali comunitari. La direttiva ([11]) è entrata in vigore il 27 febbraio 2008 e prevede l'abolizione dei monopoli legali nei servizi postali entro il 31 dicembre 2010, con possibilità per alcuni Stati membri di posticipare il termine fino al 31 dicembre 2012.

II.2.2. *Servizi finanziari*

(24) Con decreto del presidente della Repubblica 14 marzo 2001, n. 144 sono stati disciplinati i servizi di tipo bancario e finanziario esercitabili da PI, che costituiscono le attività di Bancoposta. Tali attività comprendono: raccolta di risparmio tra il pubblico sotto ogni forma; prestazione dei servizi di pagamento; intermediazione in cambi; promozione e collocamento di finanziamenti concessi da banche e altri intermediari finanziari abilitati; prestazione di alcuni servizi di investimento (negoziazione per conto terzi e collocamento e raccolta ordini, con l'esclusione quindi della negoziazione per contro proprio e della gestione di patrimoni su base individuale). È esplicitamente escluso che PI possa esercitare l'attività di finanziamento.

(25) PI/Bancoposta può essere considerata un istituto di risparmio, un'intermediaria finanziaria. Pur non essendo una banca, si serve dei numerosi uffici postali di PI per il proprio funzionamento e per offrire prodotti bancari e altri prodotti finanziari.

(26) I 13 893 sportelli postali, in media almeno uno per Comune, che fanno di PI la più grande rete bancaria in Italia, sono da considerarsi un vantaggio piuttosto che un onere: ai costi della rete provvedono essenzialmente i servizi finanziari di PI, quindi non costituirebbero un onere per il fornitore del servizio universale ([12]).

(27) In un rapporto pubblicato nel 2004, l'agenzia di *rating* Fitch dichiara che PI/Bancoposta possiede una capacità di raggiungere l'intera popolazione italiana che nessuna banca nazionale potrà eguagliare in un prossimo futuro ([13]). L'agenzia ritiene inoltre che PI abbia posto lo sviluppo dei servizi finanziari al centro della sua strategia.

(28) PI offre un'ampia gamma di servizi finanziari concorrenti con quelli offerti dal sistema bancario:

— servizi di raccolta del risparmio diretta, indiretta e relativi impieghi,

— servizi di pagamento,

— collocamento di prodotti finanziari e di investimento.

([7]) *Development of competition in the European postal sector*, ECORYS-NEI, luglio 2005.

([8]) Direttiva 97/67/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 dicembre 1997, concernente regole comuni per lo sviluppo del mercato interno dei servizi postali comunitari e per il miglioramento della qualità del servizio (GU L 15 del 21.1.1998, pag. 14).

([9]) Direttiva 2002/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 10 giugno 2002, che modifica la direttiva 97/67/CE per quanto riguarda l'ulteriore apertura alla concorrenza dei servizi postali della Comunità (GU L 176 del 5.7.2002, pag. 21).

([10]) Cfr. nota 7.

([11]) Direttiva 2008/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 20 febbraio 2008, che modifica la direttiva 97/67/CE per quanto riguarda il pieno completamento del mercato interno dei servizi postali comunitari (GU L 52 del 27.2.2008, pag. 3).

([12]) Cfr. lo studio di *PriceWaterhouseCoopers «The Impact on Universal Service of the Full Market Accomplishment of the Postal Internal Market in 2009, Final Report»*, maggio 2006.

([13]) *Fitchratings*, rapporto speciale del 9.7.2004, *The European Regulated Mail Sector: Tomorrow's Deliveries.*

(29) Ai fini della presente decisione, l'elemento più rilevante riguarda gli strumenti di raccolta, in particolare del risparmio postale in quanto PI raccoglie fondi in nome e per conto di CDP collocando i buoni fruttiferi postali e i libretti di risparmio postale.

(30) Negli ultimi anni, inoltre, PI ha sensibilmente ampliato la gamma degli strumenti di pagamento offerti alla propria clientela, affiancando a quelli tradizionali della sua operatività (bollettini postali e vaglia postali) anche gli strumenti un tempo tipicamente offerti dalle banche (carte di debito e di credito, bonifici, servizi di addebito in conto per il pagamento di bollette) ([14]).

(31) Da ultimo, PI colloca i seguenti prodotti finanziari e di investimento:

— obbligazioni strutturate emesse da banche,

— polizze assicurative emesse da Poste Vita ([15]),

— fondi comuni di Bancoposta fondi SGR, società di gestione patrimoniale ([16]),

— finanziamenti per conto terzi. Vengono offerti prestiti personali e mutui per conto di banche.

III. **MISURA SOTTOPOSTA A VALUTAZIONE**

(32) La misura oggetto di valutazione è la remunerazione per il collocamento dei BFP che CDP ha corrisposto a PI nel periodo 2000-2006.

III.1. **Risparmio postale**

(33) Il decreto del ministero dell'economia e delle finanze del 6 ottobre 2004 ([17]) (di seguito «decreto») relativo al decreto legge 30 settembre 2003, n. 269, definisce all'articolo 1, comma 1, il risparmio postale come «la raccolta di fondi, con obbligo di rimborso assistito dalla garanzia dello Stato, effettuata dalla CDP S.p.a. avvalendosi di Poste italiane S.p.a.». A tal fine vengono utilizzati i libretti di risparmio postale e i buoni fruttiferi postali.

(34) Secondo l'articolo 1, comma 2, del decreto, il risparmio postale, ossia la raccolta di fondi effettuata da CDP per il tramite di PI, costituisce servizio di interesse economico generale.

([14]) In alcuni casi (carte di debito e servizi di addebito in conto per il pagamento di bollette) i servizi vengono prodotti dallo stesso operatore postale, mentre in altri l'offerta è resa possibile da accordi commerciali nei quali PI/Bancoposta si pone quale distributore di servizi prodotti da terzi (operatori del settore bancario nel caso delle carte di credito).

([15]) Poste Vita SpA è controllata al 100 % da PI.

([16]) Bancoposta fondi SpA SGR è controllata al 100 % da PI.

([17]) Pubblicato in GU 241 del 13 ottobre 2004.

III.1.1. *Libretti Postali*

(35) I libretti di risparmio postale sono strumenti di raccolta garantiti dallo Stato, e quindi a basso profilo di rischio. I libretti di risparmio postale si distinguono in libretti nominativi e libretti al portatore. Fra le principali operazioni effettuate su libretto postale figurano i versamenti e i prelievi.

(36) Il 22 novembre 2006 la Commissione ha deciso che la remunerazione corrisposta da CDP a PI per il collocamento dei libretti di risparmio postale nel periodo 2000-2005 non costituisce aiuto di Stato ai sensi dell'articolo 87, paragrafo 1, del trattato.

III.1.2. *Buoni fruttiferi postali*

(37) I buoni fruttiferi postali (BFP) sono strumenti di raccolta garantiti dallo Stato, e quindi a basso profilo di rischio, non sono negoziabili sul mercato in quanto non cedibili per esplicita disposizione di legge, e sono rimborsabili a vista con restituzione del capitale e corresponsione degli interessi, una caratteristica che equivale alla presenza di un'opzione put di tipo americano che consente al risparmiatore di chiedere il rimborso, ad un prezzo prefissato, in qualunque momento della vita del buono. Gli interessi sono liquidati in un'unica soluzione al momento del rimborso e sono assoggettati alla ritenuta fiscale del 12,5 %.

(38) I BFP si configurano come *one-coupon bond*, sono emessi a rubinetto e pertanto l'importo totale di ciascuna emissione non è stabilito in anticipo. Il servizio di collocamento, la gestione e il rimborso dei buoni fruttiferi postali e di altre operazioni ad essi relative sono esenti da commissione e altri oneri a carico dei risparmiatori. Dal 2003 sono disponibili in forma cartacea o dematerializzata. Prima del 2003 venivano emessi solo BFP cartacei.

(39) Le quattro principali tipologie di BFP sono ([18]):

— BFP ordinari: sono prodotti finanziari con durata ventennale che garantiscono un rendimento annuo fisso crescente nel tempo (struttura *step up*),

([18]) Cfr. il considerando 32 della decisione di avvio del procedimento. Nel luglio 2006 CDP ha dato il via all'emissione di BFP per i minori con durata compresa tra la data di sottoscrizione e il compimento del 18° anno di età del titolare. Questa tipologia di buoni non rientra nell'ambito della decisione di avvio del procedimento né in quello della presente decisione. In ogni modo lo stock di BFP dedicati ai minori d'età è marginale rispetto allo stock totale dei BFP (0,3 % del totale al 31.12.2007).

— BFP indicizzati: sono strumenti che offrono, a scadenza, un rendimento fisso garantito e un premio aggiuntivo variabile legato all'andamento di un indice di borsa ([19]) (prima emissione nel 2003) o all'inflazione (prima emissione nel 2006),

— BFP «a termine»: dal 1º gennaio 2003 non vengono più collocati. Presentano le medesime caratteristiche dei buoni ordinari, eccezion fatta per la durata massima, che è pari a 7 anni,

— BFP a 18 mesi: introdotti nel 2005 hanno colmato la lacuna esistente per questa particolare durata.

Tabella 2

Stock di BFP ([20]) per tipologia, in miliardi di EUR

Tipologia di BFP	Durata massima	Durata media	31.12.2005	31.12.2006
BFP Ordinari	20 anni	[7-10] anni	121,1	132,2
BFP indicizzati	7 anni	[4-7] anni ([21])	1,6	3,6
BFP 18 mesi	18 mesi	ND ([22])	1,9	8,3
BFP a termine	7 anni	[4-7] anni	48,6	36,2
Totale			173,1	180,6

([21]) Riguarda i BFP *equity linked*. Per i BFP *inflation linked*, cfr. la nota 49.
([22]) Le autorità italiane indicano che la durata media per i buoni a 18 mesi non è quantificabile poiché questa tipologia di buoni è stata emessa a partire dal mese di settembre 2005.

III.1.3. *Consistenze della raccolta*

(40) Secondo ABI, gli importi detenuti dalle famiglie italiane nella forma di prodotti del risparmio postale e loro principali concorrenti sono:

Tabella 3

Prodotti del risparmio postale e prodotti assimilabili detenuti dalle famiglie italiane, in milioni di EUR

Strumento finanziario	dic. 1999	dic. 2004
BFP	113	160
Titoli di Stato	126	203
Fondi obbligazionari euro-governativi	156	160
Libretti di risparmio postali	36	60
Depositi a risparmio bancari	69	74

Fonte: ABI.

([19]) Dow Jones euro Stoxx 50. Cfr. Bilancio 2004 di CDP.
([20]) Lo stock comprende i BFP emessi da CDP e dal ministero delle Finanze, che dal 2001 ha cessato le emissioni.

III.2. **Remunerazione di PI per il collocamento dei BFP**

(41) Per il servizio di collocamento dei BFP PI riceve una remunerazione annua che dal 2000 si fonda su una serie di convenzioni e relative modifiche:

— convenzione relativa al triennio 1999-2001 stipulata il 4 agosto 1999 e disdettata in data 27 ottobre 2000,

— convenzione per l'anno 2001 stipulata in data 10 maggio 2001,

— convenzione per l'anno 2002 stipulata in data 26 luglio 2002,

— convenzione relativa al triennio 2003-2005 stipulata in data 23 ottobre 2003, modificata per gli anni 2004 e 2005 da due accordi integrativi tra PI e CDP stipulati in data 24 dicembre 2004 e 20 ottobre 2005,

— convenzione relativa al triennio 2006-2008 stipulata in data 30 marzo 2006.

(42) In base alle successive convenzioni la remunerazione annua corrisposta a PI si compone di tre elementi: i) una commissione sulla raccolta lorda (*upfront fee*), che è funzione dell'importo di BFP sottoscritti in un anno; ii) una commissione per la gestione dello stock di BFP; iii) altre componenti specifiche, come illustrato nelle tabelle 4 e 5.

Tabella 4

Remunerazione BFP ai sensi delle convenzioni

2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Commissione annua sullo stock dei BFP in essere): […] (*) ([23])	Commissione annua sullo stock dei BFP in essere: […]	Commissione annua sullo stock dei BFP in essere: […]	Commissione annua sullo stock dei BFP in essere: […] ([24])	Commissione annua sullo stock dei BFP in essere: […]	Commissione annua sullo stock dei BFP in essere: […]	Commissione annua sullo stock dei BFP in essere: […]
Remunerazione sull'importo delle nuove sottoscrizioni di BFP avvenute nell'anno: […]	Remunerazione sull'importo delle nuove sottoscrizioni di BFP avvenute nell'anno: […]	Remunerazione sull'importo delle nuove sottoscrizioni di BFP avvenute nell'anno: […]	Remunerazione sull'importo delle nuove sottoscrizioni di BFP avvenute nell'anno: […]	Remunerazione sull'importo delle nuove sottoscrizioni di BFP avvenute nell'anno: […]	Remunerazione sull'importo delle nuove sottoscrizioni di BFP avvenute nell'anno: […]	Remunerazione sull'importo delle nuove sottoscrizioni di BFP avvenute nell'anno: […].
Altre componenti: […] ([25])	Altre componenti: […]	Altre componenti: […]	Altre componenti: […]	Altre componenti: […]	Altre componenti: […]	Altre componenti: […]

(*) L'informazione è coperta dal segreto d'ufficio
([23]) […]
([24]) […]
([25]) […]

Tabella 5

Remunerazione annua di PI per gli anni 2000-2006, in milioni di EUR

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Remunerazione per nuove sottoscrizioni	57	243	123	302	381	487	460
BFP 18 mesi						13	50
BFP indicizzati				8	7	29	59
BFP a termine	25	73	60				
BFP ordinari	32	170	63	293	374	444	351
Remunerazione per la gestione contabile-amministrativa:	252	196	194	115	101	96	99
BFP 18 mesi	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BFP indicizzati	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BFP a termine	130,6	98,2	94,7	46,9	36,5	26,0	20,6
BFP ordinari	121,4	98,0	98,9	67,6	64,8	69,6	78,0
Remunerazione per la produzione di buoni cartacei				15	16	18	18
Remunerazione totale	309	439	316	431	498	600	577

(43) Stando ai bilanci di CDP, la remunerazione corrisposta a PI varia in larga misura in funzione dei volumi di raccolta e consente a CDP di mantenere un'eccezionale flessibilità operativa e una struttura di costi estremamente snella.

IV. **MOTIVI CHE HANNO INDOTTO ALL'AVVIO DEL PROCEDIMENTO**

(44) Anzitutto, la Commissione ricorda che nella decisione del 22 novembre 2006 era giunta alla conclusione che il quadro giuridico applicabile a CDP per il collocamento dei prodotti del risparmio postale (BFP e libretti postali) non sancisce nessun diritto esclusivo di collocamento *de iure*.

(45) La Commissione dubitava che la remunerazione corrisposta da CDP a PI per il collocamento dei BFP potesse costituire un appropriato riferimento di mercato ed esprimeva dubbi in particolare sui prodotti simili pertinenti usati dall'Italia per determinare la conformità al mercato di tale remunerazione. La Commissione indicava inoltre che, a quello stadio, non le erano noti né la precisa composizione delle varie remunerazioni di PI per il collocamento dei BFP dal 2000, né i loro valori esatti.

(46) Era quindi assai difficile per la Commissione stabilire se tutte le componenti della remunerazione per il collocamento dei BFP:

i) rispettassero il terzo e il quarto criterio della sentenza *Altmark* ([26]) dal 2004, e

([26]) Sentenza nella causa C-280/00 *Altmark Trans GmbH e Regierungspräsidium Magdeburg contro Nahverkehrsgesellschaft Altmark GmbH*, Racc. 2003, pagina I-07747, e cause riunite C-34/01 a C-38/01 *Enirisorse SpA contro ministero delle Finanze*, Racc. 2003, pagina I-14243.

ii) fossero conformi al mercato nel periodo 2000-2003.

(47) Da ultimo, la Commissione incontrava serie difficoltà nel valutare la compatibilità della remunerazione corrisposta da CDP a PI per i BFP, nell'ipotesi che questa configuri aiuto di Stato.

V. **OSSERVAZIONI DEI TERZI INTERESSATI**

(48) Durante il procedimento sono pervenute soltanto le osservazioni di ABI.

(49) Nella denuncia del 30 dicembre 2005 ABI sosteneva, con riferimento all'attività svolta da PI per conto di CDP, che questa venga remunerata in misura superiore rispetto:

— alle commissioni fissate *ex lege* per il collocamento dei titoli di Stato (*Buoni Ordinari del Tesoro* — BOT, *Buoni del Tesoro Poliennali* — BTP, *Certificati del tesoro zero-coupon* — CTZ ([27]),

— alle commissioni ottenute dalle banche per il collocamento di obbligazioni emesse da terzi.

(50) In particolare, ABI afferma che le commissioni per il collocamento di *corporate bonds* variano da 0,5 % a 6 % e dipendono da una molteplicità di fattori quali, ad esempio, il *rating* dell'emittente, la struttura dell'emissione, la rete di collocamento, il grado di complessità del titolo. Le commissioni richieste dalle banche per il collocamento per conto terzi di obbligazioni bancarie sono pari, in media, all'1-1,5 % dell'ammontare collocato.

(51) Secondo ABI la remunerazione corrisposta dallo Stato a PI per il collocamento dei prodotti del risparmio postale costituirebbe aiuto di Stato in favore di PI e a danno delle banche, le quali potrebbero prestare lo stesso servizio a condizioni migliori con minori oneri a carico dello Stato.

(52) Con lettere del 13 marzo 2007 e del 18 maggio 2007 ABI ha presentato le seguenti osservazioni aggiuntive.

(53) ABI ritiene che la remunerazione per il collocamento dei BFP debba essere equiparata a quella prevista per il collocamento dei titoli di Stato, BOT o BTP a seconda della durata. Tuttavia PI, oltre a ricevere una commissione di collocamento in funzione del capitale sottoscritto superiore a quanto previsto per i titoli di Stato (circa 195-160 *basis point*), ottiene un'ulteriore remunerazione in funzione dell'ammontare delle consistenze dei BFP.

(54) Inoltre, ad avviso di ABI, gli esiti dell'analisi di *benchmarking* esposte nella decisione della Commissione del 22 novembre 2006 non sono condivisibili per le seguenti motivazioni:

— i BFP sono prodotti emessi da CDP, che è un intermediario finanziario e ha un *rating* pari a quello dello Stato italiano (A+, Aa2, AA–). Pertanto i BFP presentano un profilo di rischio nettamente inferiore rispetto a quello dei prodotti *corporate*, emessi cioè da un'impresa non finanziaria ([28]). A parità di *rating*, qualsiasi tipologia di obbligazioni *corporate* presenta un livello di rischio superiore a quello dei titoli di Stato o a quello dei titoli emessi da società finanziarie. Non è quindi possibile assimilare i BFP ad obbligazioni *corporate*, che sono emesse da intermediari non finanziari,

([27]) I BOT sono titoli del Tesoro zero-coupon a breve termine, i BTP sono titoli del Tesoro a lungo termine, i CTZ sono titoli del Tesoro zero-coupon a breve termine (durata massima 2 anni). Le commissioni di collocamento sono fissate dallo Stato *ex lege*.

([28]) Secondo ABI le obbligazioni *corporate* non comprendono le obbligazioni emesse da società finanziarie.

— i BFP ordinari non sono assimilabili a obbligazioni strutturate *inflation linked*. Queste offrono al sottoscrittore un rendimento indicizzato all'andamento di un parametro predefinito — diversamente dai BFP ordinari il cui rendimento è fisso e dipende dal periodo di possesso — e potenzialmente superiore a quello dei BFP a fronte di un livello di rischio superiore,

— contrariamente a quanto riporta l'analisi di *benchmarking*, i BFP a termine e a 18 mesi non sono negoziabili in un mercato secondario.

(55) Con lettera 18 maggio 2007 ABI ha inoltrato alla Commissione i risultati di uno specifico studio — predisposto con il supporto di una società di consulenza — volto a identificare i prodotti assimilabili ai BFP e ad analizzare la remunerazione per il collocamento di tali prodotti. L'analisi conferma la posizioni di ABI e espone, come segue, i prodotti assimilabili ai BFP.

Identificazione dei prodotti assimilabili ai BFP e remunerazione per il loro collocamento

(56) Il prodotto assimilabile al BFP ordinario è il BTP. BFP e BTP presentano le stesse caratteristiche in termini di durata, profilo di rischio, rendimento e tassazione. Le commissioni di collocamento dei BTP si situano tra 0,30 % e 0,40 % del capitale sottoscritto.

(57) Contrariamente a quanto indicato nell'analisi citata nella decisione della Commissione del 22 novembre 2006, i BFP ordinari non possono essere assimilati a:

— obbligazioni *corporate* con *rating* pari o superiore a BBB in quanto i BFP presentano un profilo di rischio nettamente inferiore anche a parità di *rating*,

— obbligazioni *inflation linked* in quanto i BFP hanno rendimenti fissi e dipendono dal periodo di possesso e non dall'andamento del tasso dell'inflazione.

(58) Quanto alla complessità dei BFP ordinari, ABI afferma che questa tipologia di buoni non rientra nella definizione di titolo strutturato secondo Banca d'Italia. La presenza di un'opzione di tipo put nei BFP non costituisce una motivazione per determinare una remunerazione di collocamento più alta. L'opzione in questione, infatti, è al limite una garanzia per il sottoscrittore che ha la possibilità di estinguere l'investimento quando vuole e non incide sulla struttura e rischiosità del titolo.

(59) I prodotti assimilabili ai BFP a 18 mesi sono i titoli di Stato, quali BOT e CTZ. Contrariamente a quanto indicato nell'analisi di *benchmarking*, i BFP a 18 mesi non possono essere assimilati ad obbligazioni *corporate* con *rating* pari o superiore a A + in quanto presentano un profilo di rischio nettamente inferiore.

(60) Le commissioni di collocamento dei BOT variano da 0,05 % a 0,30 % del capitale sottoscritto a seconda della durata (e sono pagate dal sottoscrittore al collocatore). Le commissioni di collocamento dei CTZ sono pari a 0,20 % del capitale sottoscritto.

(61) I prodotti assimilabili ai BFP a termine sono i titoli di Stato, quali BOT, CTZ e BTP a seconda della vita residua dei BFP.

(62) I prodotti assimilabili ai BFP indicizzati all'inflazione sono i BTP EURi (titoli di Stato a medio/lungo termine indicizzati all'inflazione dell'area euro). Questa tipologia di BFP non è equiparabile alle obbligazioni *corporate equity linked* in quanto presentano un profilo di rischio nettamente inferiore ed il rendimento non è correlato a un paniere di strumenti finanziari (come le obbligazioni *equity linked*) ma al tasso dell'inflazione.

(63) Le commissioni di collocamento dei BTP EURi sono pari a 0,40 % del capitale sottoscritto.

(64) I prodotti assimilabili ai BFP *index linked* sono le obbligazioni *index linked* emesse da una società finanziaria (ancorché il profilo di rischio sia inferiore per i BFP). Questa tipologia di BFP non può tuttavia essere paragonata ad obbligazioni *corporate* in quanto CDP è un intermediario finanziario.

(65) Le commissioni di collocamento delle obbligazioni *financial index linked* si situano tra l'1 % e il 2,5 % del capitale sottoscritto.

(66) Da ultimo, l'argomento già esposto da ABI per cui i fondi comuni d'investimento aperti eurogovernativi sarebbero un prodotto assimilabile ai BFP non ricorre più nella lettera del 18 maggio 2007, senza ulteriori spiegazioni.

Struttura della remunerazione

(67) ABI indica due scenari possibili di collocamento dei prodotti assimilabili ai BFP. Nel primo scenario i prodotti sono collocati da un soggetto (collocatore) che è remunerato esclusivamente per questa attività (rimanendo la gestione in carico all'emittente), nel secondo scenario sono collocati e gestiti da un collocatore che è remunerato per tutte le attività svolte (nel qual caso non esiste una netta distinzione tra le due componenti della remunerazione: collocamento e gestione contabile-amministrativa). I risultati dell'analisi hanno evidenziato l'impossibilità, nella pratica di mercato, di distinguere all'interno delle commissioni le quote relative all'attività di collocamento, di gestione amministrativo-contabile e di produzione cartacea.

(68) Secondo ABI, la complessità dello strumento, il *rating* dell'emittente, la rete di collocamento, la durata del titolo, la riconoscibilità dell'emittente, la struttura dell'emissione e le specificità legali (obblighi di tipo normativo e autorizzativo in capo all'emittente) sono tutti elementi che incidono sul livello della remunerazione.

(69) ABI motiva l'affermazione per cui i BFP assistiti da garanzia dello Stato presentano un profilo di rischio nettamente inferiore a un titolo *corporate* con il fatto che il tasso interno di rendimento (IRR) per un titolo di Stato è sempre inferiore rispetto a quello di un *corporate* di *rating* equivalente. ABI afferma inoltre che per emissioni di titoli *sovereign* con *rating* Aa il tasso di *default* a 10 anni è pari a 0, mentre per obbligazioni *corporate* con la stessa classe di *rating* è pari a 0,59.

(70) In ultimo, è impossibile quantificare la commissione per la produzione cartacea di titoli in virtù del fatto che il processo di dematerializzazione dei titoli ha raggiunto la quasi totalità del mercato.

VI. **OSSERVAZIONI DELL'ITALIA**

Analisi di benchmarking

(71) L'Italia fonda le sue osservazioni sull'analisi di *benchmarking* svolta nel gennaio 2006 (di seguito «analisi») finalizzata a determinare la remunerazione di mercato CDP/PI per i prodotti del risparmio postale in vista della preparazione della nuova convenzione 2006-2008.

(72) L'approccio metodologico dell'analisi si articola in sei fasi successive:

i) individuazione delle caratteristiche dei prodotti del risparmio postale;

ii) identificazione di prodotti di raccolta similari ai prodotti del risparmio postale;

iii) identificazione del campione di riferimento su cui sviluppare l'analisi;

iv) identificazione delle componenti economiche considerate nell'analisi;

v) determinazione delle percentuali di remunerazione;

vi) confronto tra la remunerazione di mercato e la remunerazione di CDP a PI.

(73) Stando all'analisi tre sono i fattori che incidono sui livelli commissionali del risparmio postale: il profilo di rischio/rendimento, la struttura del titolo (strumenti strutturati contro «*plain vanilla*» ([29]) e la durata dell'investimento.

(74) L'Italia rileva in particolare che la commissione di collocamento dei BFP non è comparabile a quella dei titoli di Stato per i seguenti motivi:

— le due famiglie di prodotti sono intrinsecamente distinte: incorporando un'opzione implicita di rimborso anticipato (cfr. considerando 37), i BFP sono strumenti più complessi delle «*plain vanilla*» e possono essere considerati vere e proprie obbligazioni strutturate,

— oltre che al collocamento, PI provvede alla gestione amministrativo-contabile dei BFP, un'attività che non è richiesta alle banche quando collocano i titoli di Stato.

(75) Seguono le principali conclusioni cui è giunta l'analisi.

— I prodotti assimilabili ai BFP a lungo termine sono titoli strutturati del tipo obbligazioni *corporate* ([30]) *inflation linked* e *equity linked* con *rating* pari o superiore a BBB di Standard&Poor's e/o Baa2 di Moody's, e i fondi comuni di investimento obbligazionari euro-governativi. Con riferimento ai fondi comuni di investimento, l'analisi afferma che questo tipo di prodotto è similare ai BPF in quanto sono emessi anch'essi «a rubinetto» e il sottoscrittore può in qualsiasi momento richiedere la restituzione del capitale e degli interessi maturati; un ulteriore aspetto di similitudine può essere considerata la gestione amministrativa dei titoli effettuata dalle società di gestione dei fondi. L'analisi raffronta le diverse componenti della remunerazione per il collocamento dei fondi obbligazionari con quelle dei BFP e giunge alla conclusione che tali livelli rientrano nelle normali condizioni di mercato per quei prodotti assimilabili ([31]).

([29]) Laddove per «*plain vanilla*» si intende comunemente «*the most basic or standard version of a financial instrument, usually options, bonds, futures and swaps*». *Fonte:* www.investopedia.com, secondo indicazione dell'esperto indipendente della Commissione.

([30]) Sebbene l'Italia usi il termine generico «obbligazioni *corporate*», il campione di riferimento utilizzato nell'analisi è un paniere di obbligazioni costituite in prevalenza da emissioni bancarie (cfr. pag. 7 della lettera 22 giugno 2007 delle autorità italiane). La definizione di «*corporate*» è quindi allargata in quanto non riferita unicamente ad obbligazioni emesse da società industriali in senso stretto ma anche da banche.

([31]) Ai fini di questa simulazione si è tenuto conto della commissione di collocamento e della commissione di gestione retrocessa percepita annualmente, moltiplicata per il periodo ipotizzato di detenzione del fondo, pari alla durata media dei BFP. Per i fondi obbligazionari la commissione di sottoscrizione è compresa tra 0,70 % e 2,20 % e la commissione di gestione tra 0,80 % e 1,05 %, sebbene una percentuale dei fondi non applichi alcuna commissione di sottoscrizione.

— Per i BPF a 18 mesi non è possibile individuare prodotti con caratteristiche similari e l'analisi estrapola la commissione dai prestiti obbligazionari strutturati con durata inferiore e *rating* pari o superiore a A– di Standard&Poor's e/o A3 di Moody's, ipotizzando una ripartizione lineare della commissione di collocamento.

— L'analisi non prende in considerazione i titoli di Stato come prodotti assimilabili ai BFP in quanto si caratterizzano per una struttura («*plain vanilla*») sostanzialmente differente rispetto a quella dei BPF che sono prodotti finanziari più complessi (cfr. considerando 37).

— I livelli di mercato e i livelli commissionali da applicarsi a CDP/PI sulla base di un campione di riferimento di prestiti obbligazionari figurano nella tabella 6.

Tabella 6

Livelli commissionali di mercato per il campione di riferimento di obbligazioni strutturate *corporate* nel periodo 2006-2008 e livelli da applicarsi alla convenzione CDP/PI, in %

Tipologia di BFP		Benchmark		Remunerazione di PI
		Min	Max	
BFP ordinari	remunerazione su importi collocati	1,35	3,05	[…] ([32])
BFP indicizzati	remunerazione su importi collocati	1,80	3,45	[…] ([33])
BFP a 18 mesi	remunerazione su importi collocati	0,48	1,25	[…]

([32]) […]
([33]) […]

(76) Come dimostra tabella, l'analisi di *benchmarking*, dopo aver esaminato un campione di titoli assimilabili, conclude che i BFP sono caratterizzati da un livello commissionale all'interno di un *range*non superiore a quello relativo ai prodotti comparabili.

(77) L'analisi riferisce inoltre che, in caso di mancato raggiungimento dell'obiettivo di raccolta netta dei BFP, la remunerazione di PI può essere ridotta. Poiché, diversamente dalle obbligazioni, i BFP sono rimborsabili a vista, PI è tenuta a un'attenta gestione per il conseguimento di tutti i target prefissati.

(78) Relativamente alla remunerazione dell'attività di gestione dei BPF dematerializzati l'analisi propone come *benchmark* per i livelli commissionali le tariffe che la *Monte Titoli SpA* applica agli intermediari per i servizi di gestione accentrata e osserva che questa parte della remunerazione è conforme al mercato (collocandosi in un *range*, a seconda della giacenza dei BFP dematerializzati, compreso tra 0,0023 % e 0,0020 %). Relativamente ai BPF cartacei, non è stato possibile sviluppare analisi comparative sul mercato bancario italiano in quanto questa tipologia di BFP risulta essere l'unica che ancora circola in forma cartacea.

Osservazioni dell'Italia in seguito all'avvio del procedimento di indagine formale

(79) Con lettere del 2 febbraio 2007, 18 aprile 2007, 22 giugno 2007, 11 marzo 2008, 13 maggio 2008 e 17 giugno 2008 l'Italia ha presentato le seguenti osservazioni.

(80) L'Italia sostiene che la commissione di collocamento percepita da PI dal 2000 sia conforme a criteri di mercato e sia inoltre da intendersi come commissione massima, pagabile solo in caso vengano rispettati gli obiettivi di raccolta lorda dei BFP. La remunerazione di PI è quindi difficilmente confrontabile con quella percepita da altri collocatori di prodotti similari.

(81) L'Italia ripercorre le conclusioni dell'analisi di *benchmarking* in relazione all'identificazione dei prodotti comparabili e alle relative remunerazioni.

(82) Da un confronto con la struttura commissionale dei libretti postali — che la decisione del 22 novembre 2006 giudicava conforme al mercato — la commissione dei BFP risulta inferiore. Se infatti si distribuisce la commissione dei BFP sulla vita media dello strumento (circa [7-10] anni), in termini percentuali si ottiene una commissione di circa […] % per anno, che risulta pertanto inferiore alla remunerazione annua dei libretti postali, pari a 0,90 %. È tuttavia vero che i BFP e i libretti postali sono prodotti diversi: mentre i libretti postali costituiscono uno strumento di raccolta a breve termine, i BFP sono strumenti a medio/lungo termine e presentano maggiore complessità e strutturazione.

(83) L'Italia rileva che la materialità cartacea dei prodotti finanziari è estremamente rara sul mercato e che i BFP cartacei possono considerarsi similari ai certificati di deposito emessi dalle aziende di credito. Queste percepiscono dal sottoscrittore una commissione *one shot* che può ammontare da un minimo di 4,50 EUR a un massimo di 9,30 EUR per titolo, indipendentemente dal taglio dello stesso e dalla sua durata. Considerando una scadenza media dei certificati di deposito di 24 mesi, l'Italia osserva che le aziende di credito percepiscono una commissione annuale per ogni certificato che va da 2,25 EUR a 4,65 EUR. Se si considera che il taglio medio dei BFP è pari a circa 2 000 EUR e si applica a tale importo la percentuale di remunerazione riconosciuta a PI (0,11 %), si ottiene una commissione annuale per titolo cartaceo pari a circa 2,20 EUR, in linea con la commissione dei certificati di deposito.

(84) Relativamente al rimborso per la produzione di buoni cartacei, una forma cartacea comparabile è il certificato cartaceo rappresentativo delle quote dei fondi comuni di investimento, il cui costo è mediamente compreso tra i 10 e i 20 EUR per certificato. Pertanto, il rimborso riconosciuto a PI, pari a circa 1,70 EUR per titolo, può essere ritenuto ragionevole.

(85) Quanto al margine per i servizi di collocamento dei BFP, l'Italia sottolinea che i BFP fanno parte dell'offerta di investimento inserita nel più ampio coacervo di offerta di servizi finanziari commercializzati alla clientela da PI, con l'obiettivo di perseguire l'*asset allocation* più appropriata. Il margine dei servizi di Bancoposta (pari al […] nel 2005) è di gran lunga inferiore al margine dell'insieme dei servizi corrispondenti offerti dal sistema bancario (che si attesta sul 35 %).

(86) Con riferimento alla suddivisione in componenti distinte della remunerazione per i prodotti assimilabili, l'Italia afferma che tale differenziazione non è essenziale per dimostrare la presenza o l'assenza di un vantaggio economico a favore di PI, ma che basta il raffronto tra la remunerazione complessiva dei BFP e quella dei prodotti assimilabili.

(87) In merito al rispetto del principio dell'operatore economico di mercato, l'Italia afferma che le modalità di calcolo della remunerazione sono state elaborate in ossequio alla logica economica alla base delle decisioni di mercato. Pertanto, sebbene non esistano studi risalenti al 2000, la remunerazione si fonda su questi stessi principi economici, come ha in seguito confermato l'analisi di *benchmarking* (cfr. tabelle 4 e 5).

(88) Secondo le autorità italiane, PI tiene una contabilità separata per l'intera gamma dei servizi finanziari *retail* e non fa distinzioni fra diversi prodotti finanziari a fini contabili. L'operazione di confronto dei costi/ricavi per singolo prodotto, compresi i BFP, è finalizzata esclusivamente all'analisi gestionale e presenta un forte margine di approssimazione. In base a questa analisi i BFP sono prodotti che implicano una maggiore onerosità in termini di gestione rispetto ad altri come i conti correnti. Per l'anno 2005 l'Italia ha quindi individuato nella redditività complessiva del […] % ([34]) la migliore *proxy* riferibile ai dati economico-finanziari dei BFP.

([34]) In linea con la separazione contabile di PI e con riferimento ai valori medi dei servizi finanziari l'indice di redditività per il 2005 è pari al […] %. In considerazione della maggiore onerosità dei BFP sul piano gestionale, l'Italia indica il […] % come *proxy* ragionevole dell'indice di redditività dei BFP.

(89) Banca d'Italia afferma che i BFP sono strumenti finanziari strutturati per i seguenti motivi: sono titoli aventi natura obbligazionaria, o comunque di debito, sono prodotti derivati in quanto incorporano un contratto derivato di tipo opzionale e le due componenti, obbligazionaria e derivata, costituiscono parti inscindibili di un medesimo strumento.

Commenti dell'Italia alle osservazioni di ABI

(90) L'Italia non condivide le argomentazioni presentate da ABI in merito all'identificazione dei prodotti assimilabili ai BFP.

(91) L'Italia rileva che, al momento attuale, la differenza di *pricing* fra i diversi emittenti — *sovereing* (Stati o enti sopranazionali), finanziari, bancari e *corporate* (industriali in senso stretto) —, a parità di *rating*, si attesta su livelli dell'ordine di qualche centesimo di punto (la differenza di *cost of funding* tra i due *range* estremi (*sovereign* e *corporate*) è pari a circa 5/6 *basis point* laddove quella tra finanziari e *corporate* è quantificabile in 2/3 *basis point*). In altri termini, fra emittenti con lo stesso *rating*, il tipo di emittente (Stato, ente finanziario, azienda di credito, ecc.) non è significativo né invalida le conclusioni dell'analisi presentata dall'Italia. Contrariamente a quanto afferma ABI, l'analisi di *benchmarking* contempla una definizione di *corporate* allargata in quanto non riferita unicamente ad obbligazioni emesse da società industriali ma anche alle finanziarie. Inoltre, il *rating* medio delle obbligazioni del paniere di riferimento dell'analisi è AA–, superiore sia al *rating* CDP (A+) che emette i BFP, sia a quello della Repubblica italiana (A+) che garantisce i BFP.

(92) L'Italia indica inoltre che, per il collocamento di obbligazioni strutturate emesse da banche italiane, PI/Bancoposta ha percepito una commissione media del 2,9 % in linea con la commissione di collocamento dei BFP.

(93) L'Italia contesta l'assimilazione dei BFP ai titoli di Stato per le seguenti ragioni:

— la tipologia di collocamento è diversa (meccanismo d'asta per i titoli di Stato e emissione a rubinetto per i BFP),

— il grado di complessità è diverso,

— per il collocamento dei titoli di Stato le commissioni vengono percepite indipendentemente dall'importo collocato, a differenza di quanto avviene per i BFP che implicano un'intensa attività di pianificazione e di gestione da parte della rete di PI, mirata al raggiungimento di specifici obiettivi di raccolta. Particolare importanza hanno lo sforzo gestionale e organizzativo e la fidelizzazione della clientela in virtù della possibilità degli investitori di recedere in qualsiasi momento dall'investimento.

(94) Per questi motivi i BFP non sono assimilabili ai titoli di Stato ma sono maggiormente confrontabili ai fondi comuni d'investimento per le modalità di collocamento e per la gestione.

(95) Quanto al fatto che, per legge, il costo della raccolta del buono postale deve essere allineato al costo dell'indebitamento del Tesoro sul mercato, l'Italia precisa che i rendimenti annui lordi dei BFP risultano inferiori rispetto ai titoli di Stato (di circa 180 *basis point* per gli strumenti presentati a titolo esemplificativo con scadenza a 8, 10 e 20 anni). Tale differenziale, secondo l'Italia, è dovuto alla presenza di un'opzione put americana implicita. Se poi si aggiungono le commissioni di distribuzione, i costi per lo Stato risultano allineati.

(96) L'Italia osserva che ABI omette di considerare la presenza di un'opzione di tasso implicita nei BFP e di indicare i fondi comuni di investimento fra gli strumenti assimilabili. Secondo le autorità italiane i BFP rientrano nella definizione di titoli strutturati data da Banca d'Italia.

(97) L'Italia rileva che la commissione di collocamento dei BFP viene corrisposta anche per la complessa attività di PI mirata al raggiungimento di diversi obiettivi di raccolta lorda e netta, a livello sia di tutto il risparmio postale, sia di singoli prodotti. Tale commissione comprende inoltre la remunerazione di PI per l'attività di gestione del cliente successiva al collocamento e per tutta la durata del BFP (specificamente a causa della rimborsabilità a vista e dell'assenza di un mercato secondario per i BFP).

(98) L'Italia contesta poi l'affermazione di ABI quanto agli importi commissionali per il collocamento di obbligazioni *index linked*, compresi tra l'1 % e il 2,5 %: la commissione media di distribuzione percepita da PI per il collocamento di obbligazioni strutturate emesse da banche straniere e italiane è pari al 3,05 % ([35]) e per quello di obbligazioni di banche italiane è pari al 2,9 % ([36]) (a titolo di esempio, per il collocamento di obbligazioni strutturate emesse da *Capitalia SpA* PI ha percepito una commissione del 3,212 % ([37]) del valore nominale sottoscritto).

(99) L'Italia giunge alla conclusione che l'analisi di ABI è generica e ometta di considerare la specificità del collocamento dei BFP rispetto ad altre obbligazioni.

VII. **STUDIO DELL'ESPERTO**

(100) Gli studi commissionati da PI e da ABI hanno seguito metodologie simili ma con esiti difficili da conciliare. In particolare, nessuno dei due studi ha individuato dei perfetti assimilabili ed entrambi, nello scegliere l'uno o l'altro prodotto similare, hanno evidenziato fattori diversi incidenti sulle commissioni di collocamento.

(101) La Commissione ha pertanto affidato a un esperto indipendente la realizzazione di uno «studio sulla remunerazione per il collocamento di buoni fruttiferi postali».

Metodologia utilizzata dall'esperto per identificare i prodotti similari

(102) Una constatazione fondamentale dello studio dell'esperto è che il mercato italiano dei titoli è suddiviso *i)* in un primo livello, nel quale gli emittenti si rivolgono agli investitori istituzionali, i rendimenti sono al livello comune considerando il rischio di inadempimento e la curva dei rendimenti in euro, il collocamento è disposto dalle grandi banche di investimento (o avviene mediante il meccanismo d'asta competitiva come per la maggior parte dei buoni del Tesoro italiani) e le commissioni di collocamento sono relativamente ridotte; *ii)* in un secondo livello, nel quale il collocamento è disposto da reti *retail* che si rivolgono ai singoli risparmiatori, gli emittenti possono ottenere condizioni di prestito migliori rispetto al primo livello e le commissioni di collocamento sono evidentemente superiori. Questa situazione ha conseguenze dirette sul livello delle commissioni di collocamento incorporate nei prodotti finanziari: qualunque sia la combinazione delle caratteristiche di prodotti finanziari che si presume inciderà sulle commissioni di collocamento, il semplice fatto che i prodotti finanziari vengano collocati sul secondo livello di mercato fa aumentare considerevolmente le commissioni.

(103) L'esperto rileva che le commissioni di collocamento per i prodotti finanziari dovrebbero essere funzione dello sforzo richiesto dalla rete di distribuzione per il loro collocamento. Lo studio individua poi i prodotti maggiormente assimilabili ai BFP utilizzando le caratteristiche essenziali dei prodotti finanziari rilevanti: rischio, liquidità, complessità contrattuale ([38]), riconoscibilità e status giuridico dell'emittente, durata, dimensioni dell'emissione, struttura di offerta, investimento minimo richiesto e canale di collocamento (istituzionale/*retail*), assegnando *rating* a tali caratteristiche.

([35]) La commissione media è calcolata, per il periodo novembre 1999-dicembre 2007, su un volume totale di 33 miliardi di EUR.
([36]) La commissione media è calcolata, per il citato periodo, su un volume totale di 22 miliardi di EUR.
([37]) Il valore di emissione è di 971,2 milioni di EUR.
([38]) «*Plain vanilla*» rispetto a strumenti strutturati.

(104) I *rating* assegnati ad ogni caratteristica di ciascun prodotto finanziario sono successivamente paragonate a quelle di ciascuna categoria di BFP.

Tabella 7

Prodotti finanziari e fattori che incidono sulle commissioni di collocamento

Prodotto	Rischio	Liquidità	Complessità	Riconoscibilità dell'emittente	Durata	Collocamento istituzionale o *retail*	Struttura di offerta	Investimento minimo richiesto, in *EUR*
BOT	*basso*	*elevata*	*bassa*	*elevata*	*breve*	*istituzionale*	*asta*	*1 000*
BTP	*basso a medio*	*elevata*	*bassa*	*elevata*	*media a lunga*	*istituzionale*	*asta*	*1 000*
CCT ([39])	*basso*	*elevata*	*bassa*	*elevata*	*media*	*istituzionale*	*asta*	*1 000*
Depositi a risparmio	*basso*	*elevata*	*bassa*	*elevata*	*breve*	*retail*	*a rubinetto («on tap»)*	*nessuno*
Depositi vincolati	*basso*	*Bassa*	*bassa*	*elevata*	*breve a media*	*retail*	*a rubinetto («on tap»)*	*nessuno*
Certificati di deposito (CD)	*basso*	*Bassa*	*bassa*	*elevata*	*breve a media*	*retail*	*a rubinetto («on tap»)*	*>/=50*
Obbligazioni bancarie *plain vanilla*quotate	*basso a medio*	*MEDIA*	*bassa*	*elevata*	*media*	*retail*	*offerta pubblica*	*>/=1 000*
Obbligazioni bancarie *plain vanilla*non quotate	*basso a medio*	*Bassa*	*bassa*	*elevata*	*media*	*retail*	*offerta pubblica*	*>/=1 000*
Obbligazioni bancarie strutturate quotate	*elevato*	*MEDIA*	*elevata*	*elevata*	*media*	*retail*	*offerta pubblica*	*>/=1 000*
Obbligazioni bancarie strutturate non quotate	*elevato*	*Bassa*	*elevata*	*elevata*	*media*	*retail*	*offerta pubblica*	*>/=1 000*
Titoli *corporate*	*medio a elevato*	*bassa a media*	*bassa*	*Bassa a elevata*	*media*	*istituzionale*	*offerta pubblica*	*>/=1 000*
Fondi comuni d'investimento monetari	*basso*	*elevata*	*media*	*media*	*non applicabile*	*retail*	*a rubinetto («on tap»)*	*>/=100*
Fondi obbligazionari	*medio*	*elevata*	*media*	*media*	*non applicabile*	*retail*	*a rubinetto («on tap»)*	*>/=100*
Fondi azionari	*elevato*	*elevata*	*media*	*media*	*non applicabile*	*retail*	*a rubinetto («on tap»)*	*>/=100*
Equity (quotati)	*elevato*	*media a elevata*	*bassa*	*Bassa a elevata*	*non applicabile*	*istituzionale*	*offerta pubblica*	*>/=1 000*
BFP ordinari	***basso***	***media***	***bassa***	***elevata***	***lunga***	***retail***	***a rubinetto («on tap»)***	***>/=50***
BFP a termine	***basso***	***media***	***bassa***	***elevata***	***media***	***retail***	***a rubinetto («on tap»)***	***>/=50***
BFP indicizzati a scadenza	***elevato***	***media***	***elevata***	***elevata***	***media***	***retail***	***a rubinetto («on tap»)***	***>/=250***
BFP indicizzati all'inflazione	***medio***	***media***	***elevata***	***elevata***	***media***	***retail***	***a rubinetto («on tap»)***	***>/=250***
BFP 18 mesi	***basso***	***media***	***bassa***	***elevata***	***breve***	***retail***	***a rubinetto («on tap»)***	***>/=50***

([39]) I CCT (Certificati di credito del Tesoro) sono buoni del Tesoro a 7 anni con tasso di interesse variabile.

(105) Il canale di collocamento (istituzionale o *retail*) è un elemento chiave per individuare i prodotti assimilabili. I BFP sono più assimilabili ai prodotti finanziari *retail*in quanto vengono generalmente venduti alle famiglie. Le famiglie detengono infatti la quasi totalità dello stock dei BFP in essere (circa il 99 %), mentre gli investitori istituzionali in genere non acquistano questi prodotti. Si tratta inoltre della caratteristica principale che rende i titoli di Stato (BOT, BTP e CCT) non assimilabili ai BFP.

(106) Lo studio dell'esperto rileva che le obbligazioni bancarie sono il prodotto maggiormente assimilabile ai BFP (obbligazioni bancarie «*plain vanilla*» rispetto a BFP ordinari e a termine e obbligazioni indicizzate rispetto a BFP indicizzati — cfr. tabella 14). I fondi comuni di investimento sono considerati il secondo prodotto maggiormente assimilabile ([40]). Entrambi i prodotti esistono soltanto in forma dematerializzata ([41]).

(107) A questo proposito la Commissione sottolinea sin d'ora che, sebbene si debba valutare la commissione sia per i BFP cartacei che non cartacei, altre caratteristiche (durata media, rendimento alla scadenza, e quelle connesse a PI come collocatore) sono identiche per entrambe le forme di BFP.

Metodologia utilizzata dall'esperto per quantificare le commissioni di mercato dei prodotti similari

(108) Per fare il raffronto necessario a stabilire la commissione di collocamento dei BFP, l'esperto ha costituito un set di dati di obbligazioni e fondi comuni di investimento sulla base *i)* di un notevole quantitativo di prospetti informativi di obbligazioni bancarie quotate su TLX ([42]), secondo mercato regolamentato per i titoli (dopo Borsa Italiana) e *ii)* dei siti web delle principali banche italiane, dai quali è solitamente possibile scaricare i prospetti sulle emissioni obbligazionarie. Il set di dati consta di 511 emissioni obbligazionarie collocate sul mercato italiano tra il 2002 e 2008 (di cui 162 emesse prima del 2006). La copertura annuale (rispetto alle emissioni totali) delle ultime emissioni è la seguente: il 18 % nel 2006, il 15 % nel 2005, il 9 % nel 2004, il 3 % nel 2003 e lo 0,2 % nel 2002.

(109) L'esperto ha effettuato analisi supplementari avvalendosi di statistiche descrittive per ciascun prodotto similare. Così per le obbligazioni «*plain vanilla*» emesse dalle banche (in quanto prodotti assimilabili più prossimi ai BFP ordinari e a termine), ha ritenuto che le statistiche descrittive non fossero sufficienti per una comprensione adeguata dei fattori determinanti le commissioni di collocamento, da utilizzare per valutare la conformità al mercato della remunerazione per il collocamento dei BFP. In particolare, le obbligazioni bancarie non sono omogenee in tutti gli aspetti rilevanti e possono non essere omogenee rispetto alla singola tipologia di BFP alla quale dovrebbero essere confrontati. Le prove statistiche devono pertanto essere utilizzate in modo razionale per accertare, all'interno di un gruppo di titoli simili, quali caratteristiche sono effettivamente rilevanti per la misurazione delle commissioni di collocamento. A questo scopo, l'esperto ha fatto riferimento all'elenco di fattori rilevanti che incidono sulle commissioni di collocamento (cfr. considerando 103-104). L'effetto di queste variabili indipendenti sulle commissioni di collocamento per un prodotto come i BFP viene stimato mediante un'analisi di regressione.

(110) L'estensione temporale del campione delle obbligazioni bancarie impedisce di trarre conclusioni pertinenti sul comportamento nel tempo delle commissioni di collocamento per il periodo 2000-2003. Per motivi statistici, non è possibile costruire serie temporali significative ([43]) oltre il 2000-2006. Il campione di obbligazioni bancarie può permettere soltanto di trarre conclusioni per il periodo 2000-2006 in generale (e non su base annua).

([40]) I certificati di deposito sono in teoria il prodotto più simile ai BFP a 18 mesi. L'esperto ha potuto trovare però un solo emittente di certificati di deposito che colloca tali prodotti attraverso altre reti bancarie e che abbia rivelato le commissioni pagate.

([41]) L'esperto non ha potuto individuare, fra tutti i prodotti finanziari circolanti in Italia, adeguati prodotti assimilabili in forma cartacea.

([42]) TLX SpA organizza e gestisce mercati per la negoziazione di strumenti finanziari rivolti alle esigenze di investimento degli investitori non professionali.

([43]) Una serie temporale è una sequenza di valori, misurata in genere in momenti successivi, suddivisi in intervalli temporali (spesso uniformi). Un serie temporale di dati su prodotti comparabili permetterebbe il raffronto delle commissioni annue effettive per i BFP con le commissioni annue per i prodotti similari.

(111) È chiara opinione dell'esperto, tuttavia, che una conclusione sull'intero periodo sia rilevante avendo le interviste condotte sul campo contribuito a stabilire che il volume delle commissioni di collocamento non ha subito variazioni sensibili dal 2000 in poi (alcune risposte ne hanno addirittura indicato una diminuzione).

(112) Con riferimento ai fondi comuni di investimento, è stato costituito un set di dati composto di 102 fondi ([44]) e su questo campione l'unica analisi utile eseguita è rappresentata da statistiche descrittive ([45]). È stato tuttavia possibile costruire in questo caso una serie temporale delle commissioni relative ai fondi comuni di investimento percepite dai collocatori.

(113) Va inoltre considerata la struttura delle remunerazioni per il collocamento dei prodotti assimilabili:

— la struttura della remunerazione per il collocamento di obbligazioni bancarie consiste in una percentuale *upfront* dell'importo sottoscritto,

— alcuni fondi comuni di investimento compensano la rete di collocamento sia con commissioni *upfront* che con commissioni annuali, mentre altri pagano soltanto commissioni annuali; onde ottenere una misura unica delle commissioni che potesse essere valida ai fini dello studio, l'esperto ha sommato, per ciascun fondo di investimento, la commissione *upfront* effettiva con una commissione *upfront* aggiuntiva stimata, misurata come valore attuale delle commissioni annuali da incassare nel corso della durata prevista dell'investimento nel fondo.

Determinazione di cifre comparabili per le remunerazioni effettive corrisposte da CDP per il collocamento dei BFP

(114) La remunerazione complessiva che PI percepisce da CDP sulla base delle convenzioni annuali 2000-2006 è costituita da diverse componenti ([46]) (cfr. anche tabella 4):

a) una commissione *upfront* sulle sottoscrizioni di BFP, equivalente ad una determinata percentuale dell'importo sottoscritto;

b) una commissione annua sull'importo di BFP in essere, equivalente ad una determinata percentuale del valore dello stock di BFP in essere; tale commissione è definita come la remunerazione per la gestione amministrativo-contabile dei BFP; dal 2003 questa percentuale è diversa per i BFP cartacei e dematerializzati;

c) in alcuni anni altri importi fissi, in particolare in caso di realizzazione di determinati obiettivi quantitativi o qualitativi.

(115) Nelle convenzioni degli anni 2000-2002, la struttura della remunerazione è abbastanza variabile. La struttura globale della remunerazione diventa stabile dal 2003, da quando cioè è possibile ritrovare le stesse componenti della remunerazione complessiva, anche se le cifre per ogni singola componente possono variare. Nel complesso non è facile comparare ciascun anno con gli altri nel periodo 2000-2002 ed il periodo 2000-2002 con il periodo 2003-2006.

([44]) In via di collocamento alla fine del 2007.
([45]) L'analisi di regressione sarebbe irrilevante in questo caso perché i fondi comuni di investimento sono, per concezione contrattuale, omogenei rispetto alle variabili utilizzate nell'analisi di regressione per le obbligazioni bancarie.
([46]) La remunerazione per la produzione di buoni cartacei non è inclusa nell'analisi in questa fase. La remunerazione per la produzione di buoni cartacei, che rappresenta una caratteristica molto specifica dei servizi forniti da PI, viene valutata a parte (cfr. considerando 130-132).

(116) Onde rendere la remunerazione per il collocamento dei BFP comparabile alla remunerazione per prodotti finanziari simili, l'esperto converte il sistema di remunerazione doppia dei BFP in una commissione *upfront* complessiva stimata equivalente, che diventa immediatamente confrontabile con la commissione *upfront* effettiva calcolata per le obbligazioni bancarie e i fondi comuni di investimento. Tale importo unico per i BFP si ottiene per ciascun anno sommando alla commissione *upfront* effettiva definita per contratto una commissione *upfront* aggiuntiva stimata che rappresenta il valore attuale della remunerazione che PI prevede di ottenere in futuro sui BFP sottoscritti ogni anno, in virtù delle commissioni percentuali annue sullo stock dei BFP in essere. La stima di tale commissione *upfront* aggiuntiva viene fatta in considerazione della durata media ([47]) di ciascuna tipologia di BFP e calcolando il valore attuale, all'anno di sottoscrizione, delle commissioni percentuali annue che verranno ottenute negli anni di durata media dei BFP ([48]).

(117) Secondo l'esperto è necessario fare un'ulteriore ipotesi sulle commissioni annue future per calcolare il valore attuale di cui sopra. A tale riguardo vi sono due sono le opzioni ugualmente ammissibili:

— l'ipotesi di una remunerazione annua costante si basa sul presupposto che PI non potesse prevedere la variabilità delle commissioni annue in futuro e che avrebbe dunque calcolato per ciascun anno la commissione *upfront* complessiva equivalente stimata supponendo che le commissioni annue sarebbero rimaste fisse al livello contrattuale concordato nella convenzione per quell'anno,

— l'altra opzione (di seguito «la remunerazione annua variabile») consiste nel quantificare la remunerazione per il collocamento dei BFP basata sulle commissioni annue fissate dalle convenzioni successive su tutta la durata dei prodotti ([49]). In base a tale opzione, si presuppone che PI potesse prevedere la variabilità delle commissioni annue in futuro e che avrebbe dunque calcolato per ciascun anno la commissione *upfront* complessiva equivalente stimata supponendo che le commissioni annue sarebbero evolute secondo l'andamento che può essere in effetti individuato a posteriori.

(118) Le commissioni *upfront* ricalcolate per i BFP secondo il metodo della remunerazione annua variabile sembrano generalmente inferiori a quelle che applicano il metodo della remunerazione annua costante. La tabella 8 illustra questo punto per i BFP ordinari e a termine:

Tabella 8

Commissioni upfront complessive stimate per i BFP, in %

BFP ordinari (cartacei)		
	Remunerazione annua costante	Remunerazione annua variabile
2000	[…]	[…]
2001	[…]	[…]
2002	[…]	[…]
2003	[…]	[…]
2004	[…]	[…]
2005	[…]	[…]
2006	[…]	[…]

([47]) L'esperto utilizza «durata media» e «durata prevista» come sinonimi. Nella presente decisione viene utilizzata l'espressione «durata media».

([48]) L'esperto ha utilizzato i valori forniti dall'Italia. In caso di mancanza di tali dati (per i BFP *inflation linked* e i BFP a 18 mesi), l'esperto ha effettuato stime ragionevoli (rispettivamente a 7 anni e a 18 mesi). Il tasso di sconto usato per il calcolo del valore attuale delle commissioni annue è quello dei buoni del Tesoro di simile durata.

([49]) I tassi della convenzione 2006 valgono per gli anni dal 2006 in poi.

BFP a termine (cartacei)		
	Remunerazione annua costante	Remunerazione annua variabile
2000	[…]	[…]
2001	[…]	[…]
2002	[…]	[…]

(119) Per motivi conservativi l'esperto si è basato, per il grosso dello studio, sull'ipotesi di una remunerazione annua costante.

(120) Le commissioni *upfront* ricalcolate percepite da PI per i BFP in base alla suddetta ipotesi sono indicate in appresso.

Tabella 9

Commissioni *upfront* ricalcolate percepite da PI per i BFP

	2000	2001 ([50])	2002	2003	2004	2005	2006
BFP cartacei (tutti i BFP prima del 2003)							
BFP Ordinari	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]
BFP a termine	[…]	[…]	[…]				
BFP 18 mesi						[…]	[…]
BFP non cartacei (dopo il 2003)							
BFP Ordinari				[…]	[…]	[…]	[…]
BFP indicizzati (*equity linked)*				[…]	[…]	[…]	[…]
BFP indicizzati (*inflation linked)*							[…]
BFP 18 mes						[…]	[…]

([50]) Gli importi di 51,6 e 25 milioni, pagati rispettivamente nel 2001 e 2002 per compiti specifici che andavano al di là del semplice collocamento dei BFP, non sono compresi nelle cifre di cui sopra. L'esperto ne ha tuttavia verificato l'incidenza (sensitivity check) concludendo che il loro inserimento non modificherebbe le conclusioni della relazione.

Raffronto con le remunerazioni stimate sulla base del campione delle obbligazioni bancarie

(121) I dati raccolti consentono di effettuare una stima degli *spread* della remunerazione di mercato per il collocamento dei BFP. La remunerazione di mercato stimata differisce pur dipendendo dal prodotto ritenuto di volta in volta il prodotto similare adatto.

(122) Nella tabella 10 sono riportati i *range* delle commissioni *upfront* complessive stimate per i BFP (sulla base dell'analisi di regressione sul campione delle obbligazioni bancarie) e delle commissioni effettive ricalcolate percepite da PI per i BFP. Il *range* di remunerazione effettiva per i BFP è definito dalle

commissioni minime e massime osservate nel periodo 2000-2006. Il *range* utilizzato per la comparazione è definito dai valori minimi e massimi attesi ([51]) delle commissioni dei BFP ottenuti sulla base delle regressioni delle commissioni sui fattori rilevanti. Nella tabella figurano inoltre i *range* costruiti aggiungendo una o due deviazioni standard ai valori minimi e massimi attesi ([52]).

(123) Il riferimento agli intervalli classici (media + 1 deviazione standard) e (media + 2 deviazioni standard) è utile per valutare la probabilità di un evento: un'osservazione la cui distanza dal valore atteso è inferiore a una deviazione standard ha una probabilità elevata di essere statisticamente simile al valore atteso; quando è compresa tra una e due deviazioni standard, la probabilità è inferiore ma non anormalmente bassa; quando è superiore a due deviazioni standard, la probabilità è abbastanza bassa e dunque si può parlare di evento «raro» e potenzialmente «anormale» ([53]).

Tabella 10

Commissioni *upfront* ricalcolate e remunerazioni di mercato dei BFP stimate sulla base del campione di obbligazioni bancarie, in %

Forma di BFP	Cartacea	Non cartacea	Cartacea	Non cartacea	Non cartacea	Cartacea	Non cartacea
Tipologia di BFP	Ordinari	Ordinari	A termine	Equity linked ([54])	Inflation linked	18 mesi	18 mesi
Commiss. minime BFP 2000-2006	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]
Commiss. massime BFP 2000-2006	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]
Valore atteso — minimo valore stimato	3,05	3,05	1,76	1,69	2,83	0,63	0,63
valore atteso + 1 dev. std. — minimo valore stimato	3,40	3,40	2,11	2,51	2,14	0,88	0,92
valore atteso + 2 dev. std. — minimo valore stimato	3,75	3,75	2,46	3,32	4,20	1,21	1,21
valore atteso — massimo valore stimato	4,54	4,54	3,34	1,69	2,83	0,63	0,63

([51]) In statistica il valore atteso (o speranza matematica o media) di una variabile aleatoria o casuale è la somma dei prodotti di tutti i possibili valori della variabile moltiplicato per la probabilità di questi ultimi. Rappresenta pertanto l'importo medio che si «prevede» essere il risultato della prova casuale quando probabilità identiche si ripetono più volte. In questo contesto i valori attesi minimi e massimi si riferiscono alle due regressioni con la migliore *performance*, come indica lo studio dell'esperto. In particolare, le stime basse si riferiscono al campione delle obbligazioni bancarie a tasso fisso e questo campione permette di utilizzare un'importante variabile del rendimento alla scadenza nell'analisi di regressione. Le stime più alte derivano dall'analisi di regressione basata sul campione comprendente tutte le obbligazioni bancarie «*plain vanilla*», e quindi sia i titoli a tasso fisso sia quelli a tasso variabile.

([52]) In probabilità e in statistica, la deviazione standard o scarto quadratico medio è un indice di dispersione di un insieme di valori. È definita come la deviazione del valore quadratico medio (RMS) dei valori dalla loro media o come la radice quadrata della varianza. L'errore standard di un metodo di misurazione o di stima è lo scarto quadratico medio stimato dell'errore in quel metodo. Specificamente, esso stima la deviazione standard della differenza tra i valori misurati o stimati e i valori effettivi (fonte: Wikipedia).

([53]) Nel paragonare il risultato effettivo agli «intervalli classici» di media più o meno uno o due errori standard, si suppone di solito che il collocamento soggiacente sia simmetrico e normale. In questo caso possiamo dire che il risultato ha una probabilità del 68,26 % di rientrare nell'intervallo «media più o meno un errore standard» e una probabilità del 95,44 % di rientrare nell'intervallo «media più o meno due errori standard». Tuttavia, la pertinenza del riferimento all'intervallo «media più o meno uno o due errori standard» non è limitata al caso del collocamento normale, di modo che è possibile affermare in generale che un evento rientrante nella deviazione standard della media (tale intervallo sarà utilizzato nell'analisi nella prossima sezione) può essere considerato grosso modo «ordinario».

Forma di BFP	Cartacea	Non cartacea	Cartacea	Non cartacea	Non cartacea	Cartacea	Non cartacea
Tipologia di BFP	Ordinari	Ordinari	A termine	Equity linked ([54])	Inflation linked	18 mesi	18 mesi
valore atteso + 1 dev. std. — massimo valore stimato	5,25	5,25	4,05	2,51	3,51	0,92	0,92
valore atteso + 2 dev. std. — massimo valore stimato	5,96	5,96	4,76	3,32	4,20	1,21	1,21

([54]) È importante notare che l'analisi di regressione sul campione di entrambe le obbligazioni bancarie strutturate ha un valore esplicativo significativamente più basso rispetto al caso di altre obbligazioni bancarie usate per stimare la remunerazione del collocamento di altre tipologie di BFP. A questo proposito l'esperto sottolinea: «I risultati della simulazione risultano, nel caso dei BFP *index linked*, difficili da conciliare con ragioni economiche fondamentali, ossia non è evidente perché i BFP *index linked* dovrebbero comportare commissioni tanto inferiori rispetto alla media ottenuta nel sottocampione delle obbligazioni bancarie *equity linked*. Questa osservazione, assieme alle prove dello scarso potere esplicativo delle regressioni per le commissioni dei BFP indicizzati, suggerisce a nostro giudizio che in questo caso debba essere attribuito maggiore peso al risultato del semplice raffronto dei valori medi, che indica con maggiore decisione una conclusione di conformità al mercato.» Le statistiche descrittive rivelano che la remunerazione media per le obbligazioni bancarie *equity indexed* è pari al 3,10 % e per quelle *inflation indexed* al — 2,82 %. Entrambi i valori sono superiori alla remunerazione massima percepita da PI per i BFP *index linked* e *inflation linked*.

(124) L'esperto è giunto pertanto alle seguenti conclusioni:

a) per i BFP a 18 mesi, i BFP ordinari dematerializzati e i BFP *inflation linked*: prova «assolutamente univoca»di conformità al mercato;

b) per i BFP *index linked* e i BFP ordinari cartacei: una prova che non si può considerare «assolutamente univoca» ma che tende chiaramente alla conformità al mercato; in questi casi le commissioni dei BFP sono, in simulazioni basate sulla regressione, o inferiori al valore atteso o rientranti nell'intervallo (valore atteso + due deviazioni standard);

c) per i BFP a termine: possibilità di un valore massimo anormale nel 2001.

(125) L'esperto indica anche le commissioni di collocamento previste per i BFP ordinari e i BFP a termine quando si includono variabili indipendenti *dummy* ([55]) per ciascun collocatore in modo da cogliere il fattore delle politiche di prezzo dei singoli collocatori — elemento non preso in considerazione dall'analisi di regressione di cui alla tabella 10:

Tabella 11

Remunerazioni stimate dei BFP per i collocatori

	Obblig. bancarie *plain vanilla*	Obblig. bancarie a interesse fisso Bonds
	A: BFP ordinari	
UBM	3,60 %	3,23 %
PopVicenza	3,06 %	2,65 %
Antonveneta	2,95 %	2,98 %
Carige	2,62 %	2,53 %

([55]) Nell'analisi di regressione una variabile *dummy* (detta anche variabile binaria o semplicemente *dummy*) è una variabile che può assumere solo due valori, 1 o 0, per indicare l'assenza o la presenza di eventuali effetti categorici che potrebbero influenzare il risultato. L'utilizzo di variabili *dummy* aumenta solitamente il coefficiente di determinazione (*model fit*) ma a costo di perdita di grado di libertà e di una diminuita generalità del modello. Troppe variabili *dummy* determinano un modello che non permette una conclusione generale (fonte: Wikipedia).

	Obblig. bancarie *plain vanilla*	Obblig. bancarie a interesse fisso Bonds
	A: BFP ordinari	
IntesaSanPaolo	2,25 %	2,73 %
SanPaoloIMI	1,44 %	2,45 %
	B: BFP a interesse fisso	
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 %

Confronto con commissioni dei fondi comuni

(126) Le commissioni *upfront* complessive ricalcolate corrisposte a PI per il collocamento di BFP (stima puntuale) e dei fondi comuni d'investimento monetari figurano nella tabella 12.

Tabella 12

Commissioni *upfront* ricalcolate e remunerazioni di mercato annue dei BFP stimate sulla base del campione di fondi comuni

BFP ordinari			
	BFP	Fondi comuni d'investimento monetari	
Anno		MEDIA	MEDIA + 1 deviazione standard
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 termine			
	BFP	Fondi comuni d'investimento monetari	
Anno		MEDIA	MEDIA + 1 deviazione standard
2000	[…]	1,15 %	3,08 %
2001	[…]	1,15 %	2,80 %
2002	[…]	1,65 %	3,30 %

(127) Utilizzando numeri assoluti, in termini di remunerazione annua costante, l'esperto ha calcolato gli importi della remunerazione annua per il collocamento di BFP corrispondenti alla remunerazione che PI avrebbe ottenuto se fosse stata compensata ai tassi medi dei collocatori di fondi comuni comparabili. Gli importi annui assoluti della remunerazione per i BFP e della remunerazione che sarebbe risultata in base alle condizioni dei fondi comuni d'investimento monetari figurano nella tabella 13.

Tabella 13

Remunerazioni effettive e stimate dei BFP in importi assoluti

	BFP	Fondi comuni d'investimento monetari	
		MEDIA	MEDIA + 1 deviazione standard
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
Totale 2000-2006	3 157	3 364	5 207

(128) L'esperto conclude che:

a) nel primo metodo (tabella 12) le commissioni dei BFP sono quasi sempre comprese tra il valore atteso e il valore corrispondente al valore atteso più una deviazione standard, quando sono stimate sulla base delle commissioni per i fondi comuni d'investimento monetari, e quasi sempre sotto il valore atteso stimato sulla base dei fondi obbligazionari euro-governativi;

b) nel secondo metodo (tabella 13) la remunerazione totale effettiva ottenuta da PI risulta sempre inferiore alla remunerazione che si sarebbe avuta applicando le condizioni medie dei fondi obbligazionari euro-governativi. La remunerazione totale effettiva è inoltre inferiore alla remunerazione che sarebbe risultata applicando le condizioni medie dei fondi comuni d'investimento monetari nel periodo 2003-2006. Nel periodo 2000-2003 non è inferiore alla media sulla base delle condizioni dei fondi comuni d'investimento monetari ma è inferiore alla remunerazione corrispondente al valore corrispondente al valore atteso più una deviazione standard;

c) l'ipotesi finale di conformità al mercato ottenuta dalle prove comparative sulle commissioni dei fondi comuni può considerarsi quasi «assolutamente univoca».

Commissioni specifiche per la produzione di BFP cartacei

(129) La compensazione complessiva versata da CDP a PI ammontava a 15 milioni di EUR nel 2003, 16 milioni di EUR nel 2004 e 18 milioni di EUR nel 2005 e nel 2006 (cfr. tabella 4).

(130) La remunerazione per la produzione di BFP cartacei non è oggetto delle precedenti analisi sulla conformità al mercato delle commissioni corrisposte a PI per il collocamento dei BFP. Questa scelta deriva dal fatto che l'esperto ritiene ragionevole non considerare tale componente nel calcolo della commissione *upfront* aggiuntiva in quanto si riferisce ad una caratteristica molto specifica dei BFP non riscontrabile in prodotti finanziari assimilabili nel periodo 2000-2006. Come si è già visto, l'Italia confronta il rimborso che riceve PI per la produzione di BFP cartacei con la compensazione richiesta dai fondi comuni per l'emissione di certificati cartacei. L'Italia osserva che quest'ultima è compresa tra i 10 e i 20 EUR per certificato e sottolinea che il rimborso riconosciuto da CDP a PI è pari a 1,70 per BFP cartaceo, concludendo che tale importo non sembra eccessivo. L'esperto conferma che gli importi addebitati dai fondi comuni per la produzione di certificati cartacei corrispondono al livello descritto dall'Italia.

(131) La compensazione versata da CDP a PI per la produzione di buoni cartacei può pertanto essere considerata conforme al mercato.

Conclusione dell'esperto

(132) La conclusione generale cui giunge la relazione dell'esperto è che la remunerazione corrisposta a PI per il collocamento dei BFP nel periodo 2000-2006 è conforme al mercato.

VIII. **VALUTAZIONE DELLA MISURA**

(133) Per stabilire se una misura costituisca aiuto di Stato ai sensi dell'articolo 87, paragrafo 1, del trattato la Commissione deve in linea di principio valutare se il regime:

— è concesso dallo Stato, ovvero mediante risorse statali,

— conferisce un vantaggio economico,

— può falsare la concorrenza favorendo talune imprese o talune produzioni,

— incide sugli scambi fra Stati membri.

VIII.1. **Contesto della valutazione**

(134) Nella presente fattispecie, per giungere a una conclusione la Commissione dovrà limitarsi a valutare se la remunerazione in oggetto abbia conferito un vantaggio a PI.

(135) Per effetto del decreto 6 ottobre 2004, la raccolta del risparmio postale è diventata servizio di interesse economico generale ([56]). Di conseguenza, a far data dal 2004 il quadro di valutazione è costituito dalla sentenza *Altmark* ([57]).

(136) A questo riguardo la Commissione ha già accertato, nella decisione di avvio del procedimento, che PI, impresa beneficiaria, deve assolvere obblighi di servizio pubblico e che tali obblighi sono definiti in modo chiaro. I parametri sulla cui base è calcolata la compensazione sono stati definiti previamente in modo obiettivo e trasparente, in particolare con le convenzioni tra CDP e PI. Restava da verificare se la compensazione non ecceda quanto necessario per coprire interamente o in parte i costi originati dagli obblighi di servizio pubblico, tenendo conto dei relativi introiti nonché di un margine di utile ragionevole; inoltre, mancando una procedura di evidenza pubblica, occorreva determinare il livello

([56]) La Commissione non ritiene tuttavia che le convenzioni successive tra CDP e PI equivalgano di per sé al conferimento di un servizio di interesse economico generale.

([57]) Sentenza nella causa C-280/*00 Altmark Trans GmbH e Regierungspräsidium Magdeburg contro Nahverkehrsgesellschaft Altmark GmbH*, Racc. 2003 pagina I-07747, e cause riunite C-34/01 a C-38/01 *Enirisorse SpA contro ministero delle Finanze*, Racc. 2003 pagina I-14243.

della necessaria compensazione sulla base di un'analisi dei costi che un'impresa media, gestita in modo efficiente e provvista dei mezzi adeguati, avrebbe dovuto sostenere per adempiere tali obblighi, tenendo conto dei relativi introiti nonché di un margine di utile ragionevole per l'adempimento di detti obblighi.

(137) Se le remunerazioni corrisposte da CDP fossero conformi al mercato, costituirebbero una stima appropriata del livello dei costi che un'impresa media, gestita in modo efficiente, avrebbe dovuto sopportare per adempiere tali obblighi, tenendo conto dei relativi introiti e di un margine di utile ragionevole per il loro adempimento. Tali remunerazioni rispetterebbero quindi i quattro criteri della sentenza *Altmark* e non configurerebbero aiuto ([58]). Infine, se prima che PI e CDP fossero incaricate del servizio di interesse economico generale le remunerazioni annuali corrisposte a PI sui libretti postali fossero state conformi al mercato, è ovvio che PI non ne avrebbe tratto nessun vantaggio e tali remunerazioni non avrebbero costituito aiuto di Stato.

(138) Per esaminare la conformità al mercato delle remunerazioni corrisposte da CDP la Commissione ripercorre le principali fasi della metodologia (che fa propria nella decisione di avvio del procedimento) applicata dall'analisi di *benchmarking* e seguita dai due studi successivi:

a) in primo luogo occorre procedere all'identificazione dei prodotti più assimilabili alle varie tipologie di BFP (sezione VIII.2); per farlo, è della massima importanza individuare i fattori essenziali che incidono sul livello delle commissioni di collocamento e tenerne debito conto;

b) in secondo luogo occorre accertare le remunerazioni di mercato corrisposte dai partecipanti al mercato per il collocamento degli assimilabili, e compararle con la remunerazione corrisposta da CDP (sezione VIII.3).

VIII.2. **Identificazione di prodotti similari**

VIII.2.1. *Convalida dello studio dell'esperto*

(139) I tre studi differiscono essenzialmente per i prodotti similari identificati e per i fattori che determinano la remunerazione e influenzano la scelta degli assimilabili. La seguente tabella riporta i prodotti similari indicati dai tre studi:

Tabella 14

Prodotti similari secondo i tre studi

Prodotto	Analisi di *benchmarking*	Studio ABI	Studio dell'esperto
BFP ordinari	Obbligazioni strutturate *corporate*con *rating* pari o superiore a BBB di S&P e/o Baa2 di Moody's	BTP di uguale durata	Obbligazioni bancarie *plain vanilla*(a tasso fisso e a tasso variabile)
BFP a termine	Obbligazioni strutturate *corporate*con *rating* pari o superiore a BBB di S&P e/o Baa2 di Moody's	BOT, CTZ e BTP a seconda della vita residua del BFP	Obbligazioni bancarie *plain vanilla*
BFP indicizzati (*inflation linked e equity linked*)	Obbligazioni strutturate *corporate*con *rating* pari o superiore a BBB di S&P e/o Baa2 di Moody's	Per BFP *inflation linked*: BTP-EUR indicizzati; per BFP *equity linked*: obbligazioni finanziarie *index linked*con *rating* pari o superiore a A + di S&P e/o Aa2 di Moody's	Obbligazioni bancarie indicizzate (*equity*o *inflation linked* a seconda dei casi)

([58]) Cfr. anche la decisione di avvio del procedimento del 22 novembre 2006, considerando 88.

Prodotto	Analisi di *benchmarking*	Studio ABI	Studio dell'esperto
BFP 18 mesi	Obbligazioni strutturate *corporate*con *rating* pari o superiore a A– di S&P e/o A3 di Moody's.	Titoli di Stato a breve termine (BOT e CTZ)	Certificati di deposito (CD) ([59]), con suggerimenti utili dalle obbligazioni bancarie a tasso fisso di più breve durata, e fondi comuni d'investimento monetari
Osservazioni su altri prodotti similari	L'Italia ritiene che i BFP siano prodotti assimilabili ai fondi comuni d'investimento aperti euro-governativi	ABI aveva dapprima sostenuto che i BFP fossero assimilabili ai fondi comuni d'investimento aperti euro-governativi. Lo studio ABI omette tuttavia di riprendere tale similitudine.	Utili spunti per determinare il livello di mercato della remunerazione di collocamento dei BFP (eccetto i BFP indicizzati) potrebbero venire dall'osservazione della remunerazione per le tipologie più confrontabili di fondi comuni d'investimento, in particolare i fondi monetari.

([59]) Mancando dati pubblici al riguardo — non essendo gli emittenti tenuti a pubblicare le commissioni di collocamento per i certificati di deposito — lo studio dell'esperto non ha fatto ampio riferimento a questa tipologia di prodotto similare.

(140) Secondo la Commissione la metodologia applicata dall'esperto (si veda in particolare la tabella 7) e gli esiti dello studio sono del tutto appropriati. In particolare, i prodotti similari identificati rispondono agli interrogativi di entrambe le parti, autorità italiane e ABI, come si vedrà in seguito. Tutti i fattori rilevanti per la definizione delle caratteristiche essenziali dei prodotti finanziari di riferimento sono valutate e soppesate con giudizio. Lo studio dell'esperto identifica inoltre un fattore molto significativo che incide sulle commissioni di collocamento e che entrambe le parti — autorità italiane e ABI — hanno omesso di considerare: la rete di collocamento. A questo proposito l'esperto fa osservare che in effetti — quanto meno in Italia — è possibile offrire, nel collocamento rivolto agli investitori *retail*, un rendimento inferiore per lo stesso profilo di rischio rispetto a un collocamento analogo rivolto agli investitori istituzionali. In questo caso, i maggiori ricavi ottenuti per il collocamento dalla rete *retail*rispetto alle commissioni percepite dagli operatori del collocamento istituzionale possono essere equiparati a una forma di ripartizione degli utili generati ([60]).

(141) Sebbene non sia possibile identificare prodotti similari perfetti in relazione ai BFP, lo studio dell'esperto permetterà di stabilire la remunerazione di mercato stimata per prodotti con caratteristiche analoghe ai BFP (ad esempio, mediante l'analisi di regressione).

VIII.2.2. *Parere della Commissione sugli argomenti esposti dall'Italia*

(142) L'analisi di *benchmarking* e l'Italia hanno più volte asserito che l'opzione put implicita presente nei BPF rende tali titoli più complessi delle «*plain vanilla*» e li può far considerare «strutturati».

(143) La Commissione ritiene che alcuni strumenti, come le obbligazioni «*plain vanilla*» e i comuni titoli azionari, abbiano strutture e rendimenti relativamente semplici mentre altri presentano strutture e rendimenti complessi condizionati dal comportamento delle attività sottostanti, o dipendenti da una serie di eventi (ad esempio, obbligazioni strutturate e obbligazioni con componente derivata del tipo opzione). Spiegare ma soprattutto vendere un prodotto dalla struttura complessa agli investitori *retail* è un compito impegnativo per le reti *retail* che devono investire nella formazione del personale e dedicare risorse e tempo prezioso al processo di collocamento.

([60]) In questo contesto la Commissione rileva una nozione comune fra gli specialisti finanziari, ossia che a causa delle inefficienze di mercato le commissioni di collocamento differiscono a seconda del livello istituzionale o *al dettaglio?*. Il differenziale delle commissioni, alle attuali condizioni di mercato, va a beneficio degli intermediari e non già degli emittenti (cfr. *The path to bond market efficiency: how increased al dettaglio? distribution can lower borrowing costs*, di Hayes, Roger G., «Government Finance Review», 1.6.2003).

(144) Non esiste poi documento ufficiale avente efficacia giuridica, pubblicato da un'autorità di regolamentazione, che dia una definizione esatta di obbligazione «*plain vanilla*» o «strutturata» ([61]). Inoltre, volendo assumere una definizione ampia di obbligazione «strutturata», molti prodotti finanziari si situerebbero fra le *plain vanilla* e le strutturate in senso stretto. A questo proposito l'esperto osserva che un'obbligazione con opzione di richiesta di rimborso anticipato come il BFP non è assimilabile a un'obbligazione strutturata tipica. In effetti, la struttura del rendimento dei BFP è semplice e i piccoli risparmiatori italiani conoscono perfettamente, ormai da decenni, il significato di opzione di rimborso anticipato con diritto alla restituzione del capitale investito e degli interessi maturati, pertanto non è necessario un particolare impegno da parte del collocatore nell'illustrare all'investitore le caratteristiche del prodotto.

(145) In considerazione di quanto sopra, l'esperto aderisce alla definizione per cui è «strutturata» l'obbligazione il cui rendimento è collegato all'andamento di certi parametri, secondo un meccanismo previsto nel regolamento di emissione.

(146) La Commissione conviene quindi con l'esperto che non basta la presenza di un'opzione put incorporata nei BFP perché tali titoli siano equiparabili a obbligazioni «strutturate» secondo la definizione comune.

(147) In conclusione, il confronto fra i BFP e gli strumenti strutturati proposto dall'Italia non è appropriato ([62]), salvo per i BFP indicizzati.

VIII.2.3. *Parere della Commissione sugli argomenti di ABI*

(148) ABI ha proposto a più riprese il confronto con i titoli di Stato a breve termine e a lungo termine. Tale confronto non risulta tuttavia appropriato in quanto i prodotti del Tesoro sono collocati essenzialmente presso gli investitori istituzionali mentre il collocamento delle obbligazioni bancarie e dei BFP avviene mediante il tipico processo del segmento *retail* del mercato. Inoltre, la commissione di collocamento dei buoni del Tesoro addebitata dalle banche agli investitori *retail* non è un prezzo di mercato risultante dall'interazione fra offerta e domanda di servizi di collocamento *retail*, bensì è fissata con atto unilaterale mediante la pubblicazione di un regolamento dello Stato avente forza di legge. Questa commissione non può pertanto rappresentare il livello di mercato della remunerazione per i servizi di collocamento sul mercato italiano ([63]).

(149) La Commissione ritiene che gli assimilabili identificati dall'esperto rispondano alle perplessità di ABI in quanto *i)* le obbligazioni bancarie sono emesse dalle società finanziarie e sono quindi prodotti similari più adeguati ai BFP emessi da CDP; *ii)* a parità di *rating* i titoli di Stato e le obbligazioni bancarie presentano lo stesso profilo di rischio; *iii)* non le obbligazioni bancarie strutturate bensì le «*plain vanilla*» sono considerate assimilabili ai BFP ordinari e a termine.

VIII.2.4. *Conclusione*

(150) Di conseguenza, la Commissione considera rilevanti ai fini della presente decisione i prodotti similari individuati dall'esperto, ossia in primo luogo le obbligazioni bancarie e quindi i fondi comuni d'investimento aventi caratteristiche analoghe.

([61]) Secondo un glossario finanziario di uso comune su Internet (InvestorWords.com) con «*structured note*» si intende «*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*». L'OCSE si attiene alla seguente definizione: «*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 di Banca d'Italia sulla definizione di titoli strutturati non cambia affatto questa posizione. La Commissione ritiene che il vero problema non sia *terminologico,* non verta cioè sulla scelta del giusto aggettivo per un dato sostantivo, bensì *sostanziale* in quanto si tratta di trovare il prodotto perfettamente confrontabile con uno specifico prodotto finanziario. Anche ammettendo che i BFP ordinari siano obbligazioni strutturate, bisognerebbe comunque confrontarli con le obbligazioni strutturate aventi caratteristiche simili, ossia che incorporino un'opzione put di tipo americano per l'investitore, e nulla più.

([63]) Anche nell'ipotesi che i buoni del Tesoro costituissero, al pari delle obbligazioni bancarie, i prodotti più assimilabili ai BFP, non si modificherebbe, secondo l'esperto, la valutazione empirica della remunerazione di mercato per il collocamento dei BFP. La Commissione è d'accordo con l'esperto.

VIII.3. **Remunerazioni di mercato stimate per i BFP**

VIII.3.1. *Metodologia per valutare la remunerazione di mercato*

a) BFP

(151) La Commissione ritiene che la metodologia e i calcoli applicati dall'esperto alle commissioni *upfront* equivalenti per i BFP siano adeguati. In particolare,

— la scomposizione della remunerazione in funzione della loro natura (annua, *upfront*, altro) è corretta,

— la durata prevista, il calcolo del valore attuale e il tasso di sconto per tutti i prodotti così come indicati dall'esperto poggiano su ipotesi ragionevoli.

(152) Di conseguenza, le commissioni *upfront* stabilite dall'esperto sono corrette.

b) Prodotti assimilabili

(153) La Commissione tiene conto della limitata disponibilità di dati e concorda con l'esperto quando afferma, sulla base della letteratura economica e delle ricerche di mercato, che non esistono prodotti finanziari perfettamente equiparabili ai BFP, visti tutti i fattori rilevanti. La Commissione ritiene che gli ingenti dati raccolti e usati dall'esperto siano qualitativamente e quantitativamente ([64]) adeguati ai fini della presente decisione.

(154) Anche la Commissione ritiene che una conclusione sull'intero periodo (2000-2006) sia rilevante, essendo emerso dalle interviste dell'esperto che il volume delle commissioni di collocamento non ha subito variazioni sensibili dal 2000 in poi (alcune risposte ne hanno addirittura indicato una diminuzione). Inoltre i negoziati tra le parti hanno portato a condizioni di remunerazione notevolmente variabili negli anni (per esempio, la commissione di gestione annuale è diminuita in termini percentuali e di volume). La Commissione è del parere che la remunerazione debba essere negoziata tenendo conto di una prospettiva pluriennale. Sviluppare l'intero ragionamento su un periodo pluriennale è pertanto rilevante.

(155) La Commissione conviene inoltre con l'esperto che, a fronte di una struttura di remunerazione diversa per i BFP e tutti i prodotti finanziari assimilabili, è necessario che la percentuale di remunerazione per il collocamento di prodotti diversi sia espressa in termini omogenei. A questo proposito, sebbene alle obbligazioni bancarie si applichino soltanto le commissioni di collocamento, la Commissione ritiene corretto computare commissioni *upfront* equivalenti per i fondi comuni d'investimento.

(156) La Commissione ritiene anche che l'analisi di regressione basata sul campione di obbligazioni bancarie costituisca, in linea generale, il metodo migliore per determinare la remunerazione di mercato per il collocamento dei BFP. Concorda poi con l'esperto nel considerare che le statistiche descrittive per i fondi comuni, che sia ABI che l'Italia identificano come prodotti assimilabili, possono servire a trarre utili conclusioni. Di conseguenza, le medie/i valori attesi calcolati dall'esperto sono ammissibili per la Commissione.

([64]) L'esperto ha raccolto un notevole quantitativo di prospetti informativi di obbligazioni bancarie quotate su TLX, secondo mercato regolamentato italiano per i titoli dopo Borsa Italiana e gestito da TSX SpA Ha quindi consultato i siti web delle maggiori banche italiane: 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, compreso il sito di Poste italiane. Nella base dati ha introdotto tutte le emissioni di obbligazioni denominate in euro nei cui prospetti figurasse la commissione di collocamento. Il set di dati consta di un totale di 511 emissioni obbligazionarie collocate sul mercato italiano. Posto che l'obbligo di comunicare le commissioni di collocamento è stato introdotto solo di recente (dalla cosiddetta «direttiva Prospetti», recepita nel marzo 2006 con effetto dal novembre 2006), la base dati si compone principalmente di obbligazioni emesse dopo il 2006. L'esperto è stato comunque in grado di identificare le commissioni di collocamento per 162 obbligazioni bancarie emesse prima del 2006. In totale, il set di dati comprende le emissioni di 42 emittenti collocate tramite 28 reti bancarie.
L'esperto ha anche svolto una serie di interviste sul campo dirette a acquisire conoscenze in merito ai fattori rilevanti per la determinazione delle commissioni di collocamento.

(157) Tuttavia è emersa una differenza tecnica tra la Commissione e l'esperto in relazione ai *range* (errore standard/deviazione standard) da applicarsi ai valori attesi al fine di verificare se la remunerazione è conforme al mercato. La Commissione non ritiene di dover approfondire la questione visto che i *range* non sono necessari ai fini della valutazione.

VIII.3.2. *Analisi di conformità al mercato*

(158) L'analisi impone che si valuti la conformità al mercato dei seguenti prodotti nel periodo di riferimento.

Tabella 15

Periodo di sottoscrizione per le diverse tipologie di BFP

Tipologia di BFP	Forma dematerializzata	Forma cartacea
BFP ordinari	2003-2006	2000-2006
BFP a termine	non sottoscrivibili	2000-2002
BFP 18 mesi	2005-2006	2005-2006
BFP indicizzati: equity linked	2003-2006	non sottoscrivibili
BFP indicizzati: inflation linked	2006	non sottoscrivibili

a) BFP dematerializzati

(159) In riferimento ai BFP dematerializzati, dal raffronto tra i valori delle tabelle 9 e 10 emerge quanto segue.

— BFP ordinari: nel periodo di riferimento l'equivalente *upfront*dei BFP è pari a 2,64 %, mentre il minimo valore stimato è il 3,05 %. La remunerazione è quindi conforme al mercato.

— BFP a 18 mesi: nel periodo di riferimento l'equivalente *upfront* dei BFP è pari a 0,65 %, mentre il valore atteso è 0,63 %. La remunerazione dei BFP è così prossima al valore atteso che la Commissione può ragionevolmente trarre come unica conclusione la conformità al mercato ([65]). Inoltre la Commissione ritiene, proprio come evidenzia l'esperto, che il prodotto bancario più similare sia il certificato di deposito. Nonostante l'esiguità del campione di certificati di deposito — titoli per i quali non si applica commissione *upfront* e sono versate commissioni annue dello 0,60 % — la Commissione è dell'idea che, ai fini della presente decisione, se ne possa accertare la commissione di collocamento. Se si calcola il valore attuale al 2005 e 2006 di una commissione annuale dello 0,60 % per un titolo a 18 mesi ([66]) si ottiene una commissione *upfront* equivalente dello 0,863 % che è superiore al valore stimato della commissione *upfront* per i BFP a 18 mesi. La remunerazione è quindi conforme al mercato ([67]).

— BFP *index linked*: nel periodo di riferimento l'equivalente *upfront* dei BFP è del 2,64 %. Tuttavia, dato lo scarso valore esplicativo dell'analisi di regressione sul campione delle obbligazioni bancarie strutturate (cfr. nota 55), e costituendo i fondi comuni di investimento un prodotto similare inappropriato per i BFP *index linked*, la Commissione condivide l'analisi dell'esperto per cui occorre basarsi sui risultati delle statistiche descrittive. Da queste risulta che:

([65]) Per giunta, anche nell'ipotesi che la deviazione standard calcolata dall'esperto non sia appropriata, è invero molto probabile che il valore stimato di mercato + 1 errore standard corretto risulti superiore alla remunerazione corrisposta a PI.
([66]) Supponendo il pagamento semestrale di una commissione pari allo 0,30 %.
([67]) È conforme al mercato la remunerazione che comporti una commissione *upfront* massima di circa 0,7 %.

i) la remunerazione per i BFP *inflation linked* nel solo anno di riferimento (2006) sarebbe inferiore alla remunerazione media per le obbligazioni bancarie *inflation linked* (2,82 % da 42 osservazioni);

ii) la remunerazione per i BFP *index linked* nel periodo di riferimento (2003-2006) sarebbe inferiore alla remunerazione media per le obbligazioni bancarie *index linked* (3,10 % da 109 osservazioni).

La remunerazione è quindi conforme al mercato.

b) BFP cartacei a 18 mesi

(160) I BFP cartacei a 18 mesi sono remunerati allo stesso tasso dei buoni dematerializzati (non essendo prevista nessuna commissione di gestione annuale per questa tipologia di BFP). Anche per questi buoni vale la conclusione di conformità al mercato.

c) BFP ordinari e BFP a termine cartacei

(161) Resta solo da accertare se le remunerazioni corrisposte per i BFP ordinari cartacei nel periodo 2000-2006 e per i BFP a termine cartacei nel periodo 2000-2002 siano conformi al mercato.

(162) La Commissione rileva che l'esperto confronta i BFP cartacei anche con gli assimilabili dematerializzati, non avendo potuto individuare fra i prodotti circolanti sul mercato adeguati prodotti assimilabili in forma cartacea.

(163) La Commissione ritiene che le specifiche attività svolte da PI nel caso dei buoni cartacei si distinguano dalla semplice produzione di certificati cartacei, per i quali viene addebitata una commissione specifica (cfr. considerando 129-131).

(164) È essenziale sottolineare in questa sede che la differenza tra le commissioni complessive dei BFP cartacei e dematerializzati deriva soltanto dalla quota, all'interno della commissione, relativa alla gestione ([68]).

(165) PI svolge attività specifiche in relazione alla gestione degli stock di BFP cartacei. In effetti è possibile «acquistare» BFP cartacei ordinari in qualsiasi ufficio postale italiano e in qualsiasi momento: chiunque può entrare in un ufficio postale e presentare un documento di identità con l'importo in contanti che intende investire in BFP. Per questo non è necessaria la titolarità di un conto corrente postale visto che i BFP cartacei si possono acquistare in contanti. L'impiegato farà riempire all'interessato alcuni moduli, inserirà nei certificati il suo nominativo e gli consegnerà fisicamente i buoni. Lo stesso avviene al momento del rimborso dei BFP cartacei. La gestione di questi processi presuppone sforzi organizzativi che non sono richiesti nel caso dei BFP dematerializzati e delle obbligazioni bancarie, o sono meno onerosi.

(166) Pertanto, poiché la maggiore remunerazione sullo stock annuale dei BFP cartacei sembra giustificata dalle specifiche attività svolte da PI per i buoni cartacei, il confronto delle commissioni *upfront* complessive stimate tra i BFP ordinari cartacei e le obbligazioni bancarie andrebbe inevitabilmente a svantaggio di PI e bisognerebbe fondare la conclusione di conformità al mercato della remunerazione per il collocamento dei BFP principalmente sui dati relativi ai BFP dematerializzati.

([68]) All'interno della commissione la quota relativa alla sottoscrizione è la stessa per i BFP cartacei e per i BFP dematerializzati.

(167) La Commissione è d'accordo con l'esperto che PI svolge attività specifiche in relazione ai BFP cartacei che vanno al di là del rimborso per la produzione materiale di buoni cartacei ([69]). Tale attività aggiuntiva giustifica commissioni annue più elevate. In media, durante il periodo di riferimento, la remunerazione annua corrisposta a PI per le specifiche attività aggiuntive di gestione dei buoni cartacei è pari a circa lo 0,14 % dello stock dei BFP cartacei (cfr. tabella 4) ([70]). Sebbene non sia possibile quantificare precisamente i costi sostenuti per la gestione dei buoni cartacei, la Commissione ritiene che la maggior remunerazione individuata sopra non sia eccessiva se si tiene conto del lavoro e degli sforzi organizzativi che presuppone la gestione di buoni cartacei (come illustrato al considerando 166). Nel 2006 le commissioni di gestione corrisposte a PI ammontavano a appena 7 126 EUR per ufficio postale. Nel 2000-2001, quando tra le parti sono stati negoziati obiettivi qualitativi specifici ([71]), le commissioni di gestione corrisposte a PI erano pari, rispettivamente, a 18 064 e a 14 231 EUR per ufficio postale ([72]). La Commissione ritiene che questi livelli di commissioni siano proporzionati alle attività di gestione dei buoni cartacei e conformi al mercato. La Commissione rileva poi che anche il *trend* di queste retribuzioni annue è decrescente e che il volume dei buoni cartacei dovrebbe diminuire col tempo.

(168) Con riferimento ai BFP a termine — che non esistevano in forma dematerializzata — la Commissione ha calcolato le commissioni corrisposte a PI escludendo la remunerazione per le attività di gestione. Nel periodo 2000-2002 il dato ottenuto (1,72 % in media, secondo un approccio conservativo ([73]) è inferiore sia al valore minimo atteso della remunerazione (1,76 % — cfr. tabella 10), sia a varie retribuzioni stimate per i BFP a termine, tenendo conto delle politiche dei prezzi di diversi distributori (cfr. tabella 11, B). La Commissione è pertanto in grado di concludere che la remunerazione per i BFP cartacei a termine era conforme al mercato.

(169) Quanto esposto sopra permette di concludere che la remunerazione per il collocamento dei BFP ordinari cartacei e dei BFP a termine cartacei è conforme al mercato.

(170) La Commissione giunge quindi alla conclusione che le retribuzioni corrisposte per il collocamento di tutti i BFP cartacei nel periodo 2000-2006 sono conformi al mercato.

Metodo alternativo

(171) In alternativa, in questo caso specifico la Commissione avrebbe potuto ritenere che le commissioni corrisposte a PI sono conformi al mercato anche quando sono inferiori al valore massimo atteso.

(172) Dalla tabella 10 risulta di conseguenza che la remunerazione per i BFP ordinari e a termine cartacei sarebbe conforme al mercato; in effetti, il valore massimo atteso per i BFP ordinari cartacei è pari a 4,54 % (massimo valore stimato), mentre la commissione massima nel periodo 2000-2006 è del 3,07 %. I rispettivi valori per i BFP a termine cartacei sono 3,34 % e 3,09 %.

VIII.3.3. *Osservazioni specifiche*

a) Metodologia della remunerazione annua variabile

(173) La Commissione sarebbe giunta alle stesse conclusioni anche avvalendosi della metodologia della remunerazione annua variabile.

([69]) Le spese aggiuntive dirette sostenute per la produzione di certificati cartacei sono compensate a parte — cfr. sezione VIII.3.3.b della presente decisione.

([70]) Il fatto che le commissioni di gestione non siano calcolate allo stesso modo nel periodo 2000-2006 non modifica la valutazione della Commissione.

([71]) La Commissione è per altro soddisfatta del test di robustezza svolto dall'esperto sugli importi corrisposti nel 2001 e nel 2002 per le specifiche attività oltre il semplice collocamento dei BFP.

([72]) Gli uffici postali erano 13 950 nel 2000 e 13 787 nel 2001 (fonte: bilanci di PI).

([73]) La commissione di gestione utilizzata nel calcolo è pari a 0,13 %, ossia la commissione di gestione più bassa corrisposta a PI nel periodo 2000-2002, e non la si può considerare eccessiva. Il tasso di sconto applicato dalla Commissione in questa sede è la media dei tassi di sconto annui a 5 anni. Un metodo alternativo consisterebbe nell'utilizzare le effettive commissioni di gestione corrisposte anno dopo anno a PI per l'intera durata dei buoni a termine. Tale metodologia porterebbe a concludere in maniera ancor più netta circa la conformità al mercato delle commissioni per i BFP a termine cartacei.

(174) Si tratta di una metodologia ammissibile in quanto la Commissione parte dal presupposto che nei negoziati annui tra PI e CDP si sia tenuto conto della variabilità delle commissioni annue.

(175) La Commissione sarebbe giunta a conclusioni sulla conformità al mercato finanche più recise utilizzando tale approccio.

b) Remunerazione per la produzione di BFP cartacei

(176) Secondo quanto osserva l'esperto, si può affermare con assoluta certezza che la circolazione cartacea è specifica ai BFP, salvo per le quote dei fondi comuni di investimento per i quali è ancora ammessa per legge. ABI stessa ammette che i mercati finanziari trattano oggi quasi esclusivamente prodotti dematerializzati. Inoltre ABI non presenta nessun argomento o dato per accertare la conformità al mercato di quest'ultima remunerazione, né contesta il calcolo della remunerazione per la produzione di buoni cartacei basato sul raffronto con i certificati cartacei rappresentative delle quote dei fondi comuni di investimento. La Commissione concorda pertanto con la conclusione dell'esperto al riguardo (cfr. considerando 129-131).

VIII.4. **Risposta alle altre osservazioni italiane e di ABI**

VIII.4.1. *Italia*

(177) Quanto agli argomenti addotti dall'Italia circa la conformità al mercato del margine per i servizi di collocamento dei BFP (considerando 85-88), la Commissione osserva che il livello di redditività così come simulato dall'Italia non appare sufficiente a dimostrare la conformità al mercato delle commissioni di collocamento dei BFP in quanto, come riconoscono le stesse autorità italiane, non avendo PI una contabilità separata per prodotti finanziari distinti, non è possibile ai fini della presente decisione raccogliere informazioni affidabili sui costi e ricavi generati dai BFP.

(178) Il confronto tra il margine globale di PI/Bancoposta e il margine dell'insieme dei servizi corrispondenti offerti dal sistema bancario risulta persino più impreciso.

(179) La Commissione ritiene pertanto che, partendo da questo argomento, non sia possibile trarre nessuna conclusione circa la conformità al mercato delle commissioni di collocamento dei BFP riferite a uno solo dei servizi di Bancoposta e confrontando attività e prodotti incomparabili del sistema bancario.

(180) Quanto al confronto fra le strutture commissionali dei BFP e dei libretti postali e all'estrapolazione della remunerazione dei BFP presunta conforme al mercato sulla vita media dello strumento accampati dalle autorità italiane (considerando 82), la Commissione ritiene che l'ipotesi dell'effetto lineare della durata sulle commissioni di collocamento risulti, a confronto con le analisi dell'esperto, fin troppo semplicistica. È inoltre più corretto paragonare i BFP a strumenti finanziari emessi da operatori di mercato.

VIII.4.2. *ABI*

(181) ABI afferma che il tasso interno di rendimento per un titolo di Stato è sempre inferiore rispetto a quello di un *corporate* di *rating* equivalente e che ciò è dovuto a una differenza di profilo di rischio anche per strumenti finanziari con la stessa classe di *rating*; la Commissione ritiene invece che tale differenziale dipenda piuttosto dalla diversità delle reti di collocamento (*retail* contro istituzionali) che dal profilo di rischio.

VIII.5. **Separazione contabile**

(182) Secondo la disciplina comunitaria degli aiuti di Stato concessi sotto forma di compensazione degli obblighi di servizio pubblico ([74]), quando un'impresa è incaricata della fornitura di più servizi di interesse economico generale, la contabilità interna dell'impresa deve permettere di garantire l'assenza di sovracompensazione a livello di ciascun servizio di interesse economico generale.

(183) Dalle informazioni trasmesse dall'Italia emerge che non esiste nella contabilità interna di PI una corretta separazione tra i costi/ricavi connessi al servizio di interesse economico generale per il risparmio postale e i costi/ricavi per altre attività.

(184) La Commissione rammenta pertanto che l'Italia che ha un obbligo da assolvere in tal senso.

IX. **CONCLUSIONI**

(185) La remunerazione di mercato versata dall'Italia a Poste italiane per il collocamento dei BFP è una stima appropriata del livello dei costi che un'impresa media, gestita in modo efficiente, avrebbe dovuto sopportare per adempiere tali obblighi, tenendo conto dei relativi introiti e di un margine di utile ragionevole per il loro adempimento.

(186) Per concludere, dall'attuazione del servizio di interesse economico generale nel 2004 i quattro criteri della sentenza *Altmark* sono rispettati. Le remunerazioni riconosciute a PI per il collocamento dei BFP tra il 2004 e il 2006 non costituiscono aiuti di Stato.

(187) Nel periodo antecedente al conferimento a PI e CDP del servizio di interesse economico generale, le remunerazioni riconosciute a PI per il collocamento dei BFP erano conformi al mercato. Non essendovi vantaggio a favore di PI, neanche tali remunerazioni configurano aiuto di Stato.

(188) La Commissione ritiene che le remunerazioni corrisposte a PI per il collocamento dei BFP nel periodo 2000-2006 non costituiscono aiuto di Stato,

HA ADOTTATO LA PRESENTE DECISIONE:

Articolo 1

Le remunerazioni che le autorità pubbliche italiane hanno versato a Poste italiane per il servizio di collocamento dei Buoni Fruttiferi Postali (BFP) nel periodo 2000-2006 non costituiscono aiuto di Stato ai sensi dell'articolo 87, paragrafo 1, del trattato.

Articolo 2

La Repubblica italiana è destinataria della presente decisione.

Fatto a Bruxelles, il 21 ottobre 2008.

Per la Commissione

Neelie KROES

Membro della Commissione

([74]) GU C 297 del 29.11.2005, pag. 4.