II

(Actos aprovados ao abrigo dos Tratados CE/Euratom cuja publicação não é obrigatória)

DECISÕES

COMISSÃO

DECISÃO DA COMISSÃO

de 21 de Outubro de 2008

relativa ao auxílio estatal C 49/06 (ex NN 65/06) concedido pela Itália para remuneração da *Poste Italiane* pela distribuição de certificados de aforro dos correios

[notificada com o número C(2008) 5585]

(Apenas faz fé o texto em língua italiana)

(Texto relevante para efeitos do EEE)

(2009/554/CE)

A COMISSÃO DAS COMUNIDADES EUROPEIAS,

Tendo em conta o Tratado que institui a Comunidade Europeia e, nomeadamente, o primeiro parágrafo do n.º 2 do seu artigo 88.º,

Tendo em conta o Acordo sobre o Espaço Económico Europeu e, nomeadamente, o n.º 1, alínea a), do seu artigo 62.º,

Após ter convidado as partes interessadas a apresentarem as suas observações, em conformidade com as disposições acima citadas [1], e tendo em conta essas mesmas observações,

Considerando o seguinte:

I. **PROCEDIMENTO**

(1) A *Associazione Bancaria Italiana* («ABI») apresentou uma denúncia à Comissão, por carta de 30 de Dezembro de 2005, relativamente a várias medidas que alegadamente beneficiaram as actividades bancárias da *Poste Italiane SpA* («PI»), exercidas através de uma divisão totalmente integrada da PI designada *Bancoposta*.

(2) Segundo a denúncia, a PI beneficiava de uma sobrecompensação dos custos pela distribuição de produtos financeiros de poupança dos correios em nome e por conta da *Cassa Depositi e Prestiti SpA* («Fundo de Depósitos e Empréstimos» — «CDP»). Apontou ainda uma segunda vantagem, que consistiria na distribuição exclusiva destes produtos, a qual afastava os clientes de produtos financeiros comparáveis distribuídos pelos bancos comerciais.

(3) Por carta de 7 de Fevereiro de 2006, a Comissão colocou às autoridades italianas várias questões relativas às poupanças dos correios. Depois de solicitar a prorrogação do prazo para resposta, a Itália respondeu a essas questões por carta de 21 de Abril de 2006. A Comissão colocou outras questões por carta de 29 de Junho de 2006, às quais a Itália respondeu em 31 de Julho e 9 de Agosto de 2006.

(4) Em 30 de Março de 2006, teve lugar uma reunião com as autoridades italianas e representantes da PI.

(5) A Comissão escreveu à ABI em 20 de Abril de 2006, pedindo o esclarecimento de vários pontos. A ABI respondeu por carta de 8 de Junho de 2006.

(6) Por carta de 22 de Novembro de 2006, a Comissão informou a Itália da sua decisão de dar início ao procedimento previsto no n.º 2 do artigo 88.º do Tratado CE relativamente ao dito auxílio.

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

(7) A decisão da Comissão de dar início ao procedimento foi publicada no *Jornal Oficial da União Europeia* ([2]). A Comissão convidou as partes interessadas a apresentarem as suas observações.

(8) As autoridades italianas enviaram os seus comentários por carta de 2 de Fevereiro de 2007.

(9) A ABI respondeu por carta de 13 de Março de 2007. Na sua carta de 20 de Março de 2007, a Comissão reencaminhou os comentários da ABI para as autoridades italianas, dando-lhes a possibilidade de responderem. As autoridades italianas responderam por carta de 18 de Abril de 2007.

(10) Em 20 de Março de 2007, a ABI reuniu-se com os serviços da Comissão.

(11) Na sua carta de 23 de Março de 2007, a Comissão solicitou à ABI o envio de informações adicionais, que a ABI forneceu por carta de 18 de Maio de 2007. A Comissão reencaminhou, por carta de 23 de Maio de 2007, as observações recebidas da ABI para as autoridades italianas, que responderam por carta de 22 de Junho de 2007.

(12) Em 25 de Janeiro de 2008, a Comissão solicitou informações complementares às autoridades italianas, que responderam em 11 de Março de 2008, 13 de Maio de 2008 e 17 de Junho de 2008.

(13) Em Janeiro de 2007, a Comissão lançou um concurso público (2007/S 29-034352) para a realização de um estudo sobre a remuneração paga pela distribuição dos certificados de aforro dos correios. Face a um possível conflito de interesses em relação a um dos proponentes, a Comissão, em 29 de Junho de 2007, endereçou um pedido por escrito às autoridades italianas e à ABI para que apresentassem as suas observações. A Itália respondeu por carta de 5 de Julho de 2007.

(14) Em 9 de Novembro de 2007, tendo expirado a validade das propostas, a Comissão lançou novo concurso para o estudo (COMP/2007/D3/23) e, em 20 de Dezembro de 2007, celebrou o contrato para realização do estudo por um perito independente («o perito»). O perito apresentou à Comissão o relatório final do estudo em 21 de Junho de 2008.

II. **AS ACTIVIDADES DA CDP E DA PI/BANCOPOSTA — OS MERCADOS RELEVANTES**

II.1. **A CDP**

(15) A CDP foi uma agência estatal até finais de 2003, altura em que foi convertida em Sociedade Anónima (SpA). Desde então, embora 30 % do seu capital social tenha sido transferido para 65 fundações bancárias, a CDP permanece sob o controlo do Estado ([3]).

(16) A missão da CDP consiste em promover o desenvolvimento do investimento público, das obras de infra-estruturas destinadas à prestação de serviços de utilidade pública, assim como de grandes obras públicas de interesse nacional.

(17) Desde 2003 que a actividade da CDP está formalmente organizada em duas áreas de negócio distintas:

— A primeira área, designada por «gestão separada» (*gestione separata*), gere o financiamento dos investimentos do Estado, regiões, autoridades locais, agências públicas e outros organismos de direito público. Os produtos de poupança dos correios com garantia do Estado constituem a principal fonte de financiamento desses objectivos.

— A segunda área, designada por «gestão ordinária» (*gestione ordinaria*), gere o financiamento de obras, instalações, redes e equipamento, a prestação de serviços públicos e o saneamento. Para estes fins, a CDP poderá recorrer aos fundos obtidos através da emissão de títulos, empréstimos e outras operações financeiras, sem garantias do Estado.

II.2. **A PI**

(18) A PI é a prestadora de serviços postais universais em Itália, obrigação ([4]) que cumpre em conformidade com a legislação italiana ([5]) e com os regulamentos que regem o serviço postal universal. Actualmente, o serviço de interesse económico geral confiado à PI não inclui os serviços financeiros.

(19) Para além de assegurar o serviço postal universal, a PI oferece ainda produtos e serviços integrados de comunicação, logística e financeiros em todo o território italiano. Os principais dados são os seguintes ([6]):

([2]) Ver nota de rodapé 1.

([3]) Nos termos do artigo 5.º do Decreto-Lei n.º 269, de 30 de Setembro de 2003, convertido na Lei n.º 326, de 24 de Novembro de 2003, a participação social na CDP foi transferida para o Estado. O total das acções detidas por fundações e outros parceiros públicos ou privados não pode exceder uma parte minoritária da participação total.

([4]) O serviço universal compreende o transporte de artigos de correspondência e produtos impressos endereçados até 2 kg e embalagens postais até 20 kg, assim como serviços relacionados com artigos registados e envios de valor declarado.

([5]) Decreto legislativo n.º 261, de 22 de Julho de 1999, publicado no JO italiano 182, de 5.8.1999 e Decreto do Ministério da Comunicação, de 17 de Abril de 2000, publicado no JO italiano 102, de 4.5.2000.

([6]) *Fonte*: Sítio *web* da PI, Fevereiro de 2008.

Quadro 1

Dados financeiros das principais actividades da PI

Exercício 2006	
Número total trabalhadores (média anual)	151 470
Áreas regionais	9
Filiais	140
Estações de correio	13 893
Principais dados financeiros do grupo Poste Italiane	
	(milhões de EUR)
Total receitas	17 055,6
Receitas de vendas e serviços	15 932,2
Das quais:	
— serviços postais	5 339,4
— serviços financeiros	4 382,5
— serviços com valor declarado	5 993,6
— outros serviços	216,7
Outras receitas	1 123,3
Proveitos líquidos	675,7
Serviços postais	
Produtos e serviços	volumes (número de artigos)
Correio (normal, prioritário, registado, com valor declarado, documentos certificados, outra correspondência registada)	3 522 792 200
Correio comercial (Postatarget, catálogos, correspondência não endereçada, etc.)	1 887 699 700
Periódicos (impressos, ofertas, livros, etc.)	1 216 045 800
Comunicações electrónicas (telegramas, faxes, telexes)	17 442 800
Correio expresso (Poste Italiane e SDA)	46 284 600
Embalagens	16 052 000
Produtos de poupança	
Cadernetas de poupança, certificados de aforro e contas correntes: total	282 408 milhões de EUR
Seguros do ramo vida: apólices emitidas	5 989 milhões de EUR
Conta BancoPosta: número de contas correntes:	4 880 000
Cartão Postepay: número de cartões emitidos	2 801 000

(20) De acordo com o relatório anual, os serviços postais representaram 33,5 % do volume de negócios total do grupo em 2006, as actividades financeiras 27,5 % e os seguros 37,6 %. Os serviços financeiros contribuíram em 82 % dos lucros de exploração do grupo PI e os serviços de seguros em 18,7 %. Os serviços postais registaram perdas de exploração de 4 milhões de EUR.

(21) Até Dezembro de 2003, a PI era propriedade a 100 % do Estado italiano. Em Dezembro de 2003, o Estado transferiu 35 % da sua participação social na PI para a CDP. A PI é igualmente uma empresa de direito privado controlada pelo Estado.

II.2.1. *Serviços postais*

(22) Segundo um estudo recente ([7]), antes da aplicação da primeira Directiva Postal ([8]), o mercado italiano dos correios era relativamente aberto. Outros operadores para além da PI podiam já distribuir correspondência publicitária endereçada e correio híbrido. Alguns operadores postais locais eram subcontratados pela PI para a distribuição de correspondência. A partir da aplicação da Directiva, a distribuição de correio híbrido tornou-se uma área reservada e cessaram as subcontratações. Toda a correspondência internacional de saída e de entrada é inteiramente reservada à PI. A partir de 1 de Janeiro de 2003, a segunda Directiva Postal, que prevê a abertura total à concorrência dos serviços postais da Comunidade até 1 de Janeiro de 2009, restringindo a área reservada à correspondência até 100 g e à correspondência prioritária até três vezes a tarifa de base ([9]), foi transposta para o direito italiano. Desde 1 de Janeiro de 2006 que a área reservada está limitada à correspondência até 50 g e à correspondência prioritária até duas vezes e meia a tarifa de base. A área reservada continua a incluir serviços a montante e o transporte de correio em quantidade. O mercado dos serviços postais encontra-se actualmente relativamente aberto à concorrência *de jure*, graças à liberalização da publicidade endereçada. As regras de entrada não são consideradas rigorosas ([10]).

(23) Em 19 de Outubro de 2006, a Comissão propôs uma nova Directiva Postal para a plena realização do mercado único dos serviços postais comunitários. A Directiva ([11]) entrou em vigor em 27 de Fevereiro de 2008 e prevê a abolição dos monopólios legais nos serviços postais até 31 de Dezembro de 2010, embora alguns Estados-Membros tenham autorização para prorrogar este prazo até 31 de Dezembro de 2012.

II.2.2. *Serviços financeiros*

(24) O decreto presidencial n.º 144, de 14 de Março de 2001, estabelece as normas que regem os serviços bancários e financeiros que podem ser prestados pela PI, serviços esses que são fornecidos pela Bancoposta. Estes serviços incluem: a recolha de poupanças da população sob todas as formas; a prestação de serviços de pagamentos; a intermediação nos mercados interbancários; a promoção e colocação de empréstimos concedidos por bancos e outros intermediários autorizados; a prestação de certos serviços de investimento (negociação por conta de terceiros e colocação e recolha de ordens, excluindo, por conseguinte, a negociação por conta própria e a gestão individual de carteiras). A PI está expressamente proibida de exercer actividades de financiamento.

(25) A PI/Bancoposta pode ser considerada uma instituição de poupança e uma intermediária financeira. Não sendo um banco, utiliza várias estações de correios da PI para as suas próprias operações e para oferecer serviços bancários e outros produtos financeiros.

(26) Com 13 893 balcões, em média um por município, a PI constitui a maior rede bancária de Itália e deve ser encarada como um activo e não um passivo: grande parte dos seus custos é suportada por estes serviços financeiros, que não são considerados um ónus para o fornecedor do serviço universal ([12]).

(27) Num relatório publicado em 2004, a agência de *rating* Fitch refere que a PI/Bancoposta tem «uma capacidade de abarcar a totalidade da população [italiana] que não é comparável com a capacidade de qualquer banco nacional num futuro próximo» ([13]). A Fitch considera ainda que a PI colocou «no centro da [sua] estratégia o desenvolvimento de serviços financeiros».

(28) A PI oferece uma gama alargada de serviços financeiros que entram em concorrência com os oferecidos pelo sistema bancário:

— recolha directa e indirecta de poupanças e concessão de empréstimos,

— serviços de pagamento,

— colocação no mercado de produtos financeiros e de investimento.

([7]) ECORYS-NEI, *Development of Competition in the European Postal Sector*, Julho de 2005.

([8]) Directiva 97/67/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de Dezembro de 1997, relativa às regras comuns para o desenvolvimento do mercado interno dos serviços postais comunitários e a melhoria da qualidade de serviço (JO L 15 de 21.1.1998, p. 14).

([9]) Directiva 2002/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 10 de Junho de 2002, que altera a Directiva 97/67/CE no que respeita à prossecução da abertura à concorrência dos serviços postais da Comunidade (JO L 176 de 5.7.2002, p. 21).

([10]) Ver nota de rodapé 7.

([11]) Directiva 2008/6/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 20 de Fevereiro de 2008, que altera a Directiva 97/67/CE no respeitante à plena realização do mercado interno dos serviços postais da Comunidade (JO L 52 de 27.2.2008, p. 3).

([12]) Estudo da PriceWaterhouseCoopers, *The Impact on Universal Service of the Full Market Accomplishment of the Postal Internal Market in 2009*, Relatório final, Maio de 2006.

([13]) FitchRatings, relatório especial, *The European Regulated Mail Sector: Tomorrow's deliveries*, 9 de Julho de 2004.

(29) A questão em apreço na presente decisão é a recolha de fundos, em especial de poupanças postais, na medida em que a PI angaria fundos em nome da CDP e por conta desta através da distribuição de cadernetas de poupança e certificados de aforro.

(30) Nos últimos anos, a PI alargou significativamente a gama de serviços de pagamento oferecida aos clientes, acrescentando aos instrumentos postais tradicionais (depósitos de conta corrente e vales postais), toda uma série de instrumentos que eram anteriormente oferecidos exclusivamente pelos bancos (cartões de débito e crédito, ordens de crédito ou débitos em conta para pagamento de facturas de determinados serviços) ([14]).

(31) Por fim, a PI fornece os seguintes produtos financeiros e de investimento:

— obrigações estruturadas emitidas por bancos,

— apólices de seguros emitidas pela Poste Vita ([15]),

— fundos de investimento geridos pela sociedade de gestão de activos Bancoposta Fondi SGR ([16]),

— empréstimos concedidos por conta de terceiros: créditos pessoais e hipotecários por conta de bancos.

III. **MEDIDA EM APRECIAÇÃO**

(32) A medida em apreciação é a remuneração paga pela CDP à PI pela distribuição dos certificados de aforro durante o período compreendido entre 2000 e 2006.

III.1. **Poupança postal**

(33) O Decreto do Ministério da Economia e Finanças, de 6 de Outubro de 2004 ([17]), relativo ao Decreto-Lei n.º 269, de 30 de Setembro de 2003, define, no n.º 1 do seu artigo 1.º, a «poupança postal» como «a recolha de fundos, com uma obrigatoriedade de reembolso com garantia do Estado, efectuada pela CDP SpA através da Poste Italiane SpA». Os instrumentos usados para este efeito são as cadernetas de poupança e os certificados de aforro.

(34) O n.º 2 do artigo 1.º do Decreto estabelece que os produtos de poupança dos correios, isto é, a recolha de fundos pela CDP através da PI, constitui um serviço de interesse económico geral.

III.1.1. *Cadernetas de poupança*

(35) As cadernetas de poupança postal (*libretti postali*) são instrumentos de angariação de fundos garantidos pelo Estado, pelo que apresentam um baixo perfil de risco. Podem ser nominativos ou ao portador. As principais operações permitidas pelas cadernetas de poupança postal são depósitos e levantamentos de capital.

(36) Em 22 de Novembro de 2006, a Comissão decidiu que a remuneração paga pela CDP à PI pela colocação das cadernetas de poupança postal durante o período 2000-2005 não constituiu um auxílio estatal nos termos do n.º 1 do artigo 87.º do Tratado.

III.1.2. *Certificados de aforro*

(37) Os certificados de aforro dos correios (*buoni fruttiferi postali*) são também instrumentos de angariação de fundos com garantia do Estado, pelo que também apresentam um baixo perfil de risco. Não são negociáveis no mercado, porque por disposição legislativa não podem ser transmitidos. Podem ser levantados à ordem, à semelhança das opções de venda do tipo americano, o que permite ao aforrador pedir o seu resgate por um preço fixado previamente em qualquer momento da vida do certificado. Os juros são pagos na totalidade no momento do resgate e são sujeitos a retenção na fonte à taxa de 12,5 %.

(38) Os certificados de aforro são essencialmente obrigações de cupão único e de emissão contínua, o que significa que o montante total de uma emissão não é fixado com antecedência. Não é cobrada aos subscritores qualquer comissão pelo serviço de distribuição, gestão e resgate, estando outras operações relacionadas com estes certificados igualmente isentas de comissões e outros encargos. Desde 2003 que se encontram disponíveis em papel e sob forma desmaterializada. Antes de 2003 eram emitidos apenas certificados em papel.

(39) Estes são os quatro tipos principais de certificados de aforro ([18]):

— Certificados de aforro ordinários: trata-se de produtos financeiros com um prazo de reembolso de 20 anos e um rendimento anual fixo que cresce com o tempo (taxa crescente),

([14]) Em alguns casos, como o dos cartões de débito e das autorizações de débito em conta, o serviço é prestado pela própria PI; noutros casos, a PI/Bancoposta distribui os produtos de terceiros (tais como cartões de crédito, que distribui em nome dos bancos).

([15]) A Poste Vita SpA é inteiramente detida pela PI.

([16]) A Bancoposta Fondi SGR SpA é inteiramente detida pela PI.

([17]) Publicado no JO italiano 241 de 13.10.2004.

([18]) Ver considerando 32 da decisão que deu início ao procedimento. Em Julho de 2006, a CDP começou a emitir certificados de aforro para menores, que vencem quando os titulares concluem 18 anos. Este tipo de certificado encontra-se fora do âmbito da decisão de início e da presente decisão. Seja como for, em comparação com o volume total de certificados, o volume de certificados de aforro para menores é marginal: representava 0,3 % do volume total no dia 31 de Dezembro de 2007.

— Certificados de aforro indexados: têm uma taxa fixa anual calculada no momento da emissão, acrescida de um prémio no vencimento associado ao comportamento de um índice de acções ([19]) (este tipo de certificados foram emitidos pela primeira vez em 2003) ou da inflação (este tipo de certificados foram emitidos pela primeira vez em 2006),

— Certificados de aforro a prazo fixo: deixaram de ser emitidos a partir do início de 2003. Eram semelhantes aos certificados ordinários, mas tinham uma duração máxima de sete anos,

— Certificados de aforro a 18 meses: foram introduzidos em 2005 para colmatar a lacuna de certificados com esta maturidade.

Quadro 2

Volume de certificados de aforro ([20]) por tipo (em mil milhões de EUR)

Tipo de certificado	Duração máxima	Duração média	31.12.2005	31.12.2006
Ordinários	20 anos	[7-10] anos	121,1	132,2
Indexados	7 anos	[4-7] anos ([21])	1,6	3,6
A 18 meses	18 meses	desconhecida ([22])	1,9	8,3
A prazo fixo	7 anos	[4-7] anos	48,6	36,2
Total			173,1	180,6

([21]) Esta duração corresponde aos certificados indexados a acções. Em relação aos certificados indexados à inflação, ver nota de rodapé 49.
([22]) As autoridades italianas indicam que a duração média deste tipo de certificados não é quantificável porque foram emitidos apenas a partir de Setembro de 2005.

III.1.3. *Fundos angariados*

(40) Segundo a ABI, as famílias italianas subscreveram instrumentos de poupança dos correios e outros produtos concorrentes do género nos montantes seguintes:

Quadro 3

Montantes subscritos por famílias italianas sob a forma de instrumentos de poupança dos correios e outros produtos semelhantes (em mil milhões de EUR)

Instrumento financeiro	Dez. 1999	Dez. 2004
Certificados de aforro dos correios	113	160
Obrigações do Tesouro	126	203
Obrigações do Tesouro da zona euro	156	160
Cadernetas de poupança dos correios	36	60
Depósitos de poupança bancários	69	74

Fonte: ABI

([19]) Dow Jones Euro Stoxx 50. Ver o relatório anual de 2004 da CDP.
([20]) Este volume inclui certificados emitidos pela CDP e pelo Ministério das Finanças (este deixou de emitir certificados de aforro a partir de 2001).

III.2. **Remuneração da PI pela distribuição dos certificados de aforro**

(41) A PI recebe uma remuneração anual pelo serviço de distribuição dos certificados de aforro que tem sido objecto de sucessivas convenções e alterações desde 2000:

— a convenção (*convenzione*) para o triénio 1999-2001, concluída em 4 de Agosto de 1999 e revogada em 27 de Outubro de 2000,

— a convenção para 2001, concluída em 10 de Maio de 2001,

— a convenção para 2002, concluída em 26 de Julho de 2002,

— a convenção para o triénio 2003-2005, concluída em 23 de Outubro de 2003. Esta convenção foi alterada em relação a 2004 e 2005 por duas convenções adicionais celebradas entre a PI e a CDP, assinadas em 24 de Dezembro de 2004 e 20 de Outubro de 2005,

— a convenção vigente entre 2006 e 2008, concluída em 30 de Março de 2006.

(42) Nos termos destas convenções, a remuneração anual paga à PI tem três componentes: i) uma comissão sobre o montante bruto recolhido («comissão inicial») em função do montante angariado em certificados de aforro nesse ano; ii) uma comissão pela gestão dos certificados de aforro subscritos; iii) outras componentes específicas enumeradas nos quadros 4 e 5.

Quadro 4

Remuneração dos certificados de aforro nos termos das novas convenções

2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Comissão anual sobre o volume remanescente de certificados: […] (*) ([23])	Comissão anual sobre o volume remanescente de certificados: […]	Comissão anual sobre o volume remanescente de certificados: […]	Comissão anual sobre o volume remanescente de certificados: […] ([24])	Comissão anual sobre o volume remanescente de certificados: […]	Comissão anual sobre o volume remanescente de certificados: […]	Comissão anual sobre o volume remanescente de certificados: […]
Comissão sobre o valor de certificados novos subscritos durante o ano: […]	Comissão sobre o valor de certificados novos subscritos durante o ano: […]	Comissão sobre o valor de certificados novos subscritos durante o ano: […]	Comissão sobre o valor de certificados novos subscritos durante o ano: […]	Comissão sobre o valor de certificados novos subscritos durante o ano: […]	Comissão sobre o valor de certificados novos subscritos durante o ano: […]	Comissão sobre o valor de certificados novos subscritos durante o ano: […].
Outras componentes: […] ([25])	Outras componentes: […]	Outras componentes: […]	Outras componentes: […]	Outras componentes: […]	Outras componentes: […]	Outras componentes: […]

(*) Sigilo comercial.
([23]) […].
([24]) […].
([25]) […].

Quadro 5

Remuneração anual paga à PI em 2000-2006 (em milhões de EUR)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Remuneração por subscrições novas:	57	243	123	302	381	487	460
18 meses						13	50
Indexados				8	7	29	59
Prazo fixo	25	73	60				
Ordinários	32	170	63	293	374	444	351
Remuneração por actividades contabilísticas e de gestão:	252	196	194	115	101	96	99
18 meses	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
18 meses	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Prazo fixo	130,6	98,2	94,7	46,9	36,5	26,0	20,6
Ordinários	121,4	98,0	98,9	67,6	64,8	69,6	78,0
Remuneração pela produção de certificados em papel				15	16	18	18
Encargos totais	309	439	316	431	498	600	577

(43) De acordo com as contas anuais da CDP, a remuneração paga à PI varia significativamente conforme o volume de fundos recolhidos, o que permite à CDP manter uma flexibilidade operacional extraordinária e uma estrutura de custos bastante simples.

IV. **MOTIVOS PARA DAR INÍCIO AO PROCEDIMENTO**

(44) Na decisão de início do procedimento, de 22 de Novembro de 2006, a Comissão referiu que o quadro jurídico que se aplicava à CDP relativamente à distribuição dos produtos de poupança postal (certificados de aforro e cadernetas de poupança dos correios) não conferia qualquer direito exclusivo de distribuição *de jure*.

(45) A Comissão, no entanto, duvidava que a remuneração paga pela CDP à PI para a distribuição dos certificados de aforro constituísse uma boa referência do mercado e manifestou algumas reservas, particularmente em relação aos produtos comparáveis referidos pela Itália para provar que a remuneração correspondia às condições do mercado. Na altura, a Comissão não tinha a percepção da composição exacta nem do valor das comissões pagas à PI pelos certificados de aforro desde 2000.

(46) Por conseguinte, a Comissão tinha muita dificuldade em determinar se todos os elementos da remuneração paga para a distribuição dos certificados de aforro:

i) preenchiam o terceiro e quarto critérios do acórdão *Altmark* ([26]) desde 2004 e

([26]) Acórdãos do Processo C-280/00 *Altmark Trans GmbH* e *Regierungspräsidium Magdeburg* contra *Nahverkehrsgesellschaft Altmark GmbH* [2003], Col., p. I-7747, e Processos apensos C-34/01 a C-38/01 *Enirisorse SpA* contra *Ministero delle Finanze* [2003], Col., p. I-14243.

ii) estavam em conformidade com o mercado durante o período 2000-2003.

(47) A Comissão realçou ainda que, se as remunerações pagas à PI pela CDP relativamente aos certificados de aforro viessem a ser consideradas auxílios estatais, seria muito difícil para ela avaliar a sua compatibilidade.

V. **OBSERVAÇÕES DAS PARTES INTERESSADAS**

(48) Apenas a ABI enviou as suas observações durante o desenrolar do procedimento.

(49) Na sua denúncia de 30 de Dezembro de 2005, a ABI chamou a atenção para o facto de que os montantes pagos pela CDP à PI constituíam uma remuneração superior às:

— comissões estabelecidas *ex lege* para a distribuição das obrigações do Tesouro (BOT, BTP e CTZ) ([27]) e às

— comissões pagas aos bancos para a distribuição de obrigações emitidas por terceiros.

(50) A ABI sublinhou que as comissões relativas à distribuição no mercado das obrigações emitidas por empresas oscilavam entre 0,5 % e 6 %, dependendo de certos factores como o *rating* do emitente, a estrutura da emissão, a rede de distribuição e o grau de complexidade do instrumento financeiro. As comissões cobradas pelos bancos pela distribuição de obrigações emitidas por conta de terceiros variavam em média entre 1 % e 1,5 % do montante distribuído.

(51) Segundo a ABI, a remuneração paga pelo Estado à PI para a distribuição dos produtos de poupança dos correios constituiu um auxílio estatal à PI, em detrimento dos bancos, que têm prestado o mesmo serviço ao Estado em melhores condições e por um custo mais baixo.

(52) A ABI enviou outras observações por cartas de 13 de Março e 18 de Maio de 2007.

(53) A ABI referiu que a remuneração paga pela distribuição dos certificados de aforro tinha de ser comparada com a remuneração paga pela distribuição de BOT ou BTP, consoante a maturidade. Em relação aos certificados de aforro, a PI recebia uma remuneração em função do montante subscrito superior à remuneração paga pela distribuição das obrigações do Tesouro (entre 195 e 160 pontos de base), mas recebia também uma remuneração em função do volume remanescente dos certificados de aforro.

(54) A ABI não partilha das conclusões do estudo comparativo descritas na decisão da Comissão de 22 de Novembro de 2006 pelos seguintes motivos:

— Os certificados de aforro foram emitidos pela CDP, um intermediário financeiro com um *rating* equivalente ao do Estado italiano (A+, Aa2, AA–). Por conseguinte, os certificados de aforro apresentavam um perfil de risco bastante inferior ao das obrigações societárias, ou seja obrigações emitidas por empresas não financeiras ([28]). Com o mesmo *rating*, qualquer obrigação emitida por uma empresa apresenta um risco mais elevado do que o risco das obrigações do Tesouro ou obrigações emitidas por organismos financeiros. Por conseguinte, os certificados de aforro não podem ser comparados com obrigações societárias, que são emitidas por intermediários não financeiros.

([27]) BOT (*buoni ordinari del tesoro*) são obrigações do Tesouro de cupão zero a curto prazo; BTP (*buoni del tesoro poliennali*) são obrigações do Tesouro a longo prazo e CTZ (*certificati del tesoro zero-coupon*) são obrigações do Tesouro de cupão zero a curto prazo (com prazo máximo de dois anos). As comissões pela distribuição destes títulos são fixadas por lei.

([28]) Segundo a ABI, as obrigações emitidas por empresas financeiras não se incluem entre as obrigações societárias.

— Os certificados de aforro ordinários não são comparáveis a obrigações indexadas à inflação. As obrigações estruturadas indexadas à inflação oferecem ao subscritor um rendimento associado ao comportamento de um índice pré-definido, enquanto os certificados de aforro ordinários oferecem um rendimento fixo, variando conforme a sua duração, pelo que o rendimento das obrigações estruturadas indexadas à inflação é potencialmente mais elevado, mas com um risco superior.

— Ao contrário do referido no estudo comparativo, os certificados de aforro a 18 meses e a prazo fixo não eram negociáveis num mercado secundário.

(55) Na sua carta de 18 de Maio de 2007, a ABI enviou à Comissão as conclusões de um estudo realizado com a ajuda de uma empresa de consultoria que visava identificar produtos comparáveis a certificados de aforro dos correios e analisar a remuneração paga pela sua distribuição. O estudo confirmou as posições da ABI e descreveu os produtos comparáveis a certificados de aforro dos correios da seguinte forma.

Identificação de produtos comparáveis a certificados de aforro e remuneração pela sua distribuição

(56) Os certificados de aforro ordinários são comparáveis a BTP. Os certificados de aforro e as BTP são idênticos no que se refere à maturidade, risco, rendimento e taxas de imposto. A remuneração pela distribuição de BTP variava entre 0,30 % e 0,40 % do montante subscrito.

(57) Ao contrário do que foi referido no estudo comparativo referido na decisão da Comissão de 22 de Novembro de 2006, os certificados de aforro ordinários não são comparáveis a:

— obrigações emitidas por empresas com um *rating* igual ou superior a BBB: os certificados de aforro têm um perfil de risco significativamente inferior, ainda que com o mesmo *rating*,

— obrigações indexadas à inflação: os certificados de aforro têm um rendimento fixo em função da sua maturidade e não da taxa de inflação.

(58) Relativamente à complexidade dos certificados de aforro ordinários, a ABI sublinhou que estes instrumentos não são abrangidos pela definição de produtos estruturados da Banca d'Italia. O facto dos certificados de aforro estarem sujeitos a uma opção semelhante a uma opção de venda não justifica uma remuneração mais elevada pela sua colocação. Esta opção consistia antes num tipo de garantia para o subscritor, que tinha o direito de cessar o investimento em qualquer altura, e não afectava a estrutura do título ou o nível de risco envolvido.

(59) Os certificados de aforro a 18 meses são comparáveis às obrigações do Tesouro a curto prazo, sejam elas BOT ou CTZ. Contrariamente ao mencionado no estudo comparativo, os certificados de aforro a 18 meses não são comparáveis às obrigações emitidas por empresas com um *rating* igual ou superior a A + porque apresentam um perfil de risco significativamente inferior.

(60) As comissões recebidas pela colocação de BOT variavam entre 0,05 % e 0,30 % do valor total subscrito, conforme a maturidade (esta remuneração era paga pelo investidor ao distribuidor das obrigações). A remuneração pela distribuição de CTZ correspondia a 0,20 % do montante subscrito.

(61) Os certificados de aforro a prazo fixo são comparáveis a obrigações do Tesouro como as BOT, CTZ ou BTP, dependendo da vida residual dos certificados de aforro.

(62) Os certificados de aforro indexados à inflação são semelhantes às obrigações BTPEURi (obrigações do Tesouro de médio e longo prazo indexadas à taxa de inflação da zona euro). Não são comparáveis a obrigações indexadas a acções emitidas por empresas, porque o risco é muito mais baixo e o seu rendimento não está associado a um cabaz de instrumentos financeiros, como é o caso do rendimento das obrigações indexadas a acções, encontrando-se indexado à taxa de inflação.

(63) As comissões recebidas pela distribuição de obrigações BTPEURi correspondiam a 0,40 % do montante subscrito.

(64) Os certificados de aforro indexados são comparáveis a obrigações indexadas emitidas por empresas financeiras (embora o risco dos certificados de aforro seja menor). Não são comparáveis a obrigações emitidas por empresas, porque a CDP era um intermediário financeiro.

(65) As comissões pagas pela distribuição das obrigações financeiras indexadas variavam entre 1 % e 2,5 % do montante subscrito.

(66) A ABI alegou inicialmente que os certificados de aforro eram semelhantes a fundos de investimento em obrigações do Tesouro da zona euro. A carta da ABI de 18 de Maio de 2007 não retoma este argumento, embora não apresente qualquer explicação.

Estrutura da remuneração

(67) A ABI indicou dois cenários possíveis para a colocação de produtos comparáveis a certificados de aforro. Qualquer um destes produtos foi colocado por um operador remunerado unicamente pela distribuição, suportando o emitente os custos de gestão, ou foi distribuído e administrado por um operador remunerado pelas duas actividades. Neste último caso não é fácil distinguir entre os dois elementos da remuneração, a distribuição por um lado e gestão contabilística e administrativa por outro. O estudo revelou que a prática de mercado não permite distinguir entre a parte da comissão que remunera unicamente a distribuição, a parte relativa às actividades contabilísticas e administrativas e a parte relacionada com a produção de títulos obrigacionistas em papel.

(68) O nível da remuneração é determinado pela complexidade das obrigações, o *rating* do emitente, a rede de distribuição, a maturidade, a reputação do emitente, a estrutura do emitente e restrições legais (obrigações suportadas pelo emitente ao abrigo da legislação ou licenças).

(69) Os certificados de aforro, que têm a garantia do Estado, possuem um perfil de risco significativamente inferior ao das obrigações societárias, como se pode comprovar pelo facto da taxa de rendimento de uma obrigação do Tesouro ser sempre inferior à de uma obrigação emitida por uma empresa com um *rating* próximo. Nos últimos 10 anos, a taxa aplicada por defeito a obrigações soberanas com notação Aa foi 0, enquanto a taxa aplicada por defeito a obrigações de empresas com notação Aa foi de 0,59 %.

(70) Finalmente, não foi possível quantificar a remuneração paga pela produção de títulos em papel, porque actualmente os mercados financeiros praticamente apenas negoceiam produtos desmaterializados.

VI. **OBSERVAÇÕES DA ITÁLIA**

O estudo

(71) A Itália baseou as suas observações nos resultados do estudo comparativo realizado em Janeiro de 2006 (a seguir denominado «o estudo») para preparar o terreno para a convenção relativa ao triénio 2006-2008, que procurou identificar as remunerações de mercado da CDP e da PI pela distribuição de produtos de poupança dos correios.

(72) A metodologia do estudo dividiu-se em seis etapas sucessivas:

i) A identificação das principais características de cada produto postal;

ii) A identificação de um instrumento financeiro comparável a cada produto postal;

iii) A definição de uma amostra de referência;

iv) A identificação das componentes económicas a comparar;

v) O cálculo da taxa de remuneração e

vi) A comparação entre a remuneração de mercado e a remuneração paga pela CDP à PI.

(73) O estudo considerou que o nível das remunerações pela distribuição é influenciado por três factores: o perfil de risco/rendimento, a complexidade contratual (se o título era um instrumento estruturado ou «plain vanilla») ([29]) e a duração do investimento.

(74) A Itália alegou, em especial, que a comissão paga pela distribuição de certificados de aforro não podia ser comparada à da comissão paga pela distribuição das obrigações do Tesouro porque:

— as duas famílias de produtos são intrinsecamente diferentes: os certificados de investimento dos correios incorporavam uma opção de venda para o investidor (ver ponto 37), o que significa que eram um produto financeiro mais complexo do que as obrigações do tipo «plain vanilla» e podiam ser considerados obrigações totalmente estruturadas,

— para além da distribuição, a PI assegurava a gestão contabilística e administrativa dos certificados de aforro, um serviço que não é prestado pelos bancos que distribuem títulos do Estado.

(75) As principais conclusões do estudo são as seguintes:

— Os certificados de aforro a longo prazo são comparáveis a instrumentos estruturados como obrigações societárias ([30]) indexadas à inflação e indexadas a acções com um *rating* igual ou superior ao BBB da Standard & Poor ou Baa2 da Moody's ou ainda a fundos de investimento em obrigações do Tesouro da zona euro. Os fundos de investimento são semelhantes a certificados de aforro na medida em que são emitidos de forma contínua e o subscritor pode exigir em qualquer altura o resgate do capital e dos juros acumulados. Outra semelhança reside no facto da empresa gestora do fundo também assegurar a gestão dos títulos. O estudo comparou os diferentes elementos da remuneração paga pela distribuição dos fundos de investimento com os da remuneração dos certificados de aforro e concluiu que estavam em consonância com as comissões de mercado aplicadas a estes instrumentos comparáveis ([31]).

([29]) «Plain vanilla» é uma expressão utilizada frequentemente para referir «um instrumento financeiro na sua versão mais elementar ou genérica, em geral opções, obrigações, futuros e *swaps*» — www.investopedia.com, citação do perito independente da Comissão.

([30]) A Itália emprega o conceito geral de «obrigações societárias», embora a amostra de referência do estudo seja essencialmente composta por obrigações emitidas por bancos (ver p. 7 da carta das autoridades italianas de 22 de Junho de 2007). O termo «societário» é empregue num sentido lato que pretende abranger obrigações emitidas não só por sociedades comerciais mas também por bancos.

([31]) A simulação baseou-se na comissão de colocação e na comissão de gestão anual paga ao distribuidor num ano, multiplicadas pelo período teórico durante o qual o fundo seria mantido, que foi considerado igual à duração média das obrigações dos correios. A comissão de subscrição dos fundos de investimento obrigacionistas variava entre 0,70 e 2,20 % e a comissão de gestão entre 0,80 e 1,05 %, embora alguns fundos de investimento aplicassem unicamente uma comissão de gestão.

— No caso dos certificados de aforro a 18 meses, não foi possível identificar um instrumento comparável, pelo que o estudo extrapolou uma remuneração a partir das obrigações societárias com a duração mais curta e com um *rating* mínimo de A– da Standard & Poor e/ou de A3 da Moody's, assumindo uma distribuição linear das comissões de distribuição.

— O estudo concluiu que os certificados de aforro não eram comparáveis às obrigações do Tesouro porque estas eram obrigações do tipo «plain vanilla», enquanto os certificados de aforro eram mais complexos (ver ponto 37).

— O estudo concluiu ainda que as comissões de mercado e as comissões aplicadas à CDP e à PI com base na amostra de referência de obrigações emitidas por empresas eram as enumeradas no quadro 6.

Quadro 6

Comissões de mercado para uma amostra de referência de obrigações societárias estruturadas para o período 2006-2008 e comissões aplicadas à CDP e à PI (%)

Tipo de certificado		Comparação		Remuneração da PI
		Min.	Max.	
Ordinário	remuneração sobre montantes distribuídos	1,35	3,05	[…] ([32])
Indexado	remuneração sobre montantes distribuídos	1,80	3,45	[…] ([33])
18 meses	remuneração sobre montantes distribuídos	0,48	1,25	[…]

([32]) […].
([33]) […].

(76) Como se pode verificar pelo quadro, após a análise de uma amostra de obrigações comparáveis, o estudo concluiu que as comissões pagas pela distribuição de certificados de aforro não eram mais elevadas do que as comissões pagas por produtos financeiros comparáveis.

(77) No estudo também é referido que se a PI não alcançasse as metas fixadas no âmbito da convenção relativamente aos fundos líquidos angariados através de certificados de aforro, a remuneração podia ser reduzida. Como os certificados de aforro são reembolsados a pedido, ao contrário das obrigações, a PI teve de gerir o sistema com cuidado para atingir as metas fixadas.

(78) Relativamente à remuneração pela gestão de certificados de aforro desmaterializados, o estudo sugeriu que a referência deviam ser os níveis cobrados pela Monte Titoli SpA aos intermediários pela gestão centralizada de títulos: esta parte da remuneração estava em conformidade com o mercado (entre 0,002 e 0,0023 %, conforme o volume de certificados de aforro desmaterializados). No entanto, em relação aos certificados de aforro em papel, não foi possível efectuar uma análise comparativa do mercado bancário italiano porque os certificados de aforro são os únicos ainda em formato papel no mercado.

Observações da Itália na sequência do início do procedimento formal de investigação

(79) As observações da Itália apresentadas nas suas cartas de 2 de Fevereiro de 2007, 18 de Abril de 2007, 22 de Junho de 2007, 11 de Março de 2008, 13 de Maio de 2008 e 17 de Junho de 2008, podem ser resumidas como segue.

(80) A Itália alegou que a remuneração paga à PI pela distribuição dos certificados de aforro desde 2000 estava em conformidade com as condições de mercado e chamou a atenção para o facto de que se tratava de um valor máximo que seria recebido pela PI unicamente se fossem alcançados os objectivos em termos de valores brutos de certificados de aforro. Por conseguinte, é difícil comparar esta remuneração com o valor recebido por outros operadores pela distribuição de produtos do mesmo género.

(81) Relativamente à identificação de produtos comparáveis e respectiva remuneração, a Itália remeteu para os resultados do estudo.

(82) Este conclui que a remuneração pela distribuição de certificados de aforro era inferior à recebida pela distribuição de cadernetas de poupança dos correios, a qual a decisão da Comissão de 22 de Novembro de 2006 considerou estar em conformidade com as condições de mercado. Isto explica-se pelo facto de a duração média dos certificados de aforro ser de (cerca de [7-10] anos) e, se a remuneração pela distribuição destes certificados for distribuída pelos respectivos anos, a remuneração anual pela sua distribuição corresponde a […] %, o que é inferior à remuneração anual pela distribuição das cadernetas de poupança dos correios, a saber 0,90 %. É verdade, porém, que existem diferenças entre os dois produtos: as cadernetas de poupança são produtos financeiros a curto prazo, enquanto os certificados de aforro são de médio ou longo prazo; as cadernetas de poupança são produtos simples, enquanto os certificados de aforro são complexos e estruturados.

(83) Os produtos financeiros em papel são extremamente raros no mercado, embora os certificados de aforro possam ser considerados semelhantes aos certificados de depósito emitidos pelos bancos (*certificati di deposito* — «CD»). Os subscritores destes certificados pagaram ao banco uma comissão única que oscilava entre os 4,50 e 9,30 EUR por certificado, independentemente do montante depositado ou do seu vencimento. A duração média dos certificados de depósito era de 24 meses, pelo que as instituições de crédito recebiam uma comissão anual média que variava entre 2,25 e 4,65 EUR por certificado. Se considerarmos que o valor médio é igual a cerca de 2 000 EUR, e se aplicarmos a este montante uma remuneração percentual paga à PI (0,11 %), calculamos uma remuneração anual de 2,20 EUR por certificado em papel, o que corresponde à comissão dos certificados de depósito.

(84) Em relação à compensação paga pela produção de certificados em papel, um título em papel comparável é o certificado em papel que representa uma participação num fundo de investimento, cujo custo médio oscila entre 10 e 20 EUR por certificado. Por conseguinte, a remuneração da PI de 1,70 EUR por certificado é razoável.

(85) Em relação à margem obtida pela distribuição de certificados de aforro, a Itália afirmou que estes certificados eram um entre vários serviços financeiros oferecidos aos clientes da PI para obterem o melhor investimento dos seus activos. A margem sobre os serviços da Bancoposta (igual a […] em 2005) foi inferior à margem sobre os serviços correspondentes oferecidos por bancos comerciais (de 35 %).

(86) A Itália sublinhou que, para determinar se a PI beneficiava de uma vantagem económica, não era necessária a discriminação da remuneração em componentes individuais para produtos comparáveis: bastava comparar a remuneração total dos certificados de aforro com a de produtos comparáveis.

(87) Relativamente à conformidade com o princípio do investidor no contexto de uma economia de mercado, a Itália afirmou que os mecanismos utilizados para calcular a remuneração foram desenvolvidos com base nos fundamentos económicos subjacentes a tais decisões no mercado. Embora não existam estudos anteriores a 2000, a remuneração está em conformidade com estes princípios económicos, tal como foi posteriormente confirmado pelo estudo (ver quadros 4 e 5).

(88) A PI tinha uma contabilidade separada para a totalidade dos serviços financeiros de retalho, não distinguindo os vários produtos financeiros para fins contabilísticos. A comparação entre despesas e receitas por produtos individuais, incluindo os certificados de aforro, era feita apenas para fins de análise da gestão e era muito simplificada. Essa comparação indica que os certificados de aforro implicavam uma maior carga administrativa quando comparados com outros produtos, como as contas correntes. Relativamente a 2005, a Itália considerou que o melhor indicador da informação económica e financeira dos certificados de aforro é a rendibilidade bruta de […] % ([34]).

([34]) Com base na separação das contas da PI e nos valores médios dos serviços financeiros, o rácio de rentabilidade em 2005 foi […] %. Tendo em consideração os custos adicionais resultantes da gestão dos certificados de aforro, a Itália apontou […] % como um indicador aceitável do rácio de rentabilidade dos certificados de aforro.

(89) A Banca d'Italia considerou que os certificados de aforro preenchiam os parâmetros de instrumentos financeiros estruturados pelos seguintes motivos: eram títulos com carácter obrigacionista, ou pelo menos títulos de dívidas; eram derivados, na medida em que incluíam um contrato de derivados do tipo opção; e as duas componentes, obrigação e derivado, eram componentes indissociáveis de um único instrumento.

Comentários da Itália às observações da ABI

(90) A Itália não partilha da análise da ABI sobre quais os produtos que considera comparáveis aos certificados de aforro.

(91) A Itália defende que actualmente, a diferença de preços entre emitentes com o mesmo *rating* de risco — soberanos (Estado e organismos internacionais), financeiros, bancários e empresariais (comerciais no sentido mais restrito) — é na ordem das centésimas de ponto: a diferença de custos de financiamento entre os dois extremos — soberano e empresarial — ronda os 5 a 6 pontos de base e a diferença entre um emitente financeiro e um emitente empresarial é de 2 a 3 pontos de base. Por outras palavras, entre emitentes com o mesmo *rating*, o tipo de emitente (Estado, instituição financeira, banco, etc.) não é importante e não inviabiliza as conclusões do estudo apresentado pela Itália. Contrariamente ao afirmado pela ABI, o estudo comparativo utilizou uma definição abrangente de obrigações emitidas por empresas, que incluía tanto sociedades comerciais como financeiras. Mais, o *rating* médio do cabaz objecto do estudo comparativo era AA–, mais elevado do que o *rating* da CDP, que emitiu certificados de aforro (A+), ou da Itália, que os garantiu (A+).

(92) Por outro lado, pela distribuição de obrigações estruturadas emitidas por bancos italianos, a PI/Bancoposta recebeu em média uma comissão de 2,9 %, que estava em consonância com a remuneração pela distribuição de certificados de aforro.

(93) A Itália contesta a comparação estabelecida pela ABI entre certificados de aforro e obrigações do Estado, pelos seguintes motivos:

— Foram emitidos de forma diferente: as obrigações do Estado através de um sistema de leilão e os certificados de aforro por emissão contínua.

— O grau de complexidade era diferente.

— A remuneração recebida pela distribuição das obrigações do Estado era independente do montante subscrito; não foi o caso dos certificados de aforro, que exigiam um grande esforço de planificação e gestão da parte da rede da PI para atingir metas específicas de distribuição. Os esforços de gestão e organização e a fidelização dos clientes eram especialmente importantes, porque os investidores podiam retirar-se do investimento em qualquer altura.

(94) Portanto, no que respeita ao método e gestão da distribuição, os certificados de aforro aproximam-se mais de fundos de investimento do que de obrigações do Estado.

(95) Em relação ao facto do custo de recolha de certificados de aforro ter de ser, por lei, equivalente ao custo de mercado das dívidas do Tesouro, a Itália sublinha que o rendimento anual bruto dos certificados de aforro é inferior ao das obrigações do Tesouro (a título de exemplo, em relação aos instrumentos apresentados com vencimentos de 8, 10 e 20 anos, a diferença chegava a ser de 180 pontos de base). A Itália considera que a diferença se devia à opção de venda do tipo americano subjacente. Se fossem acrescentadas comissões de distribuição, o custo para o Estado seria da mesma ordem.

(96) A ABI escamoteou o facto de que os certificados de aforro tinham uma opção de venda implícita e podiam ser comparados a fundos de investimento. Os certificados de aforro estão abrangidos pela definição de obrigações estruturadas aplicada pela Banca d'Italia.

(97) A comissão de distribuição dos certificados de aforro reflectia a totalidade dos serviços prestados pela PI com vista a obter certos objectivos em termos de subscrição bruta e líquida, tanto para a totalidade das poupanças dos correios como para certos produtos. Esta remuneração reflectia ainda a gestão de clientes realizada pela PI depois da distribuição e durante a vida do certificado, particularmente porque o investidor tinha o direito de reclamar o reembolso do certificado, bem como a ausência de um mercado secundário.

(98) A Itália contesta a afirmação da ABI relativamente ao nível das comissões pagas pela distribuição de obrigações indexadas (1 %-2,5 %): a comissão média da PI era de 3,05 % ([35]) pela distribuição de obrigações estruturadas emitidas por bancos estrangeiros e italianos e de 2,9 % ([36]) pela colocação de obrigações emitidas unicamente por bancos italianos (por exemplo, pela colocação de obrigações estruturadas emitidas pela Capitalia SpA, a PI recebeu 3,212 % ([37]) do valor nominal subscrito).

(99) A Itália concluiu que o estudo da ABI era generalista e ignorava as especificidades da distribuição dos certificados de aforro relativamente a outras obrigações.

VII. **O ESTUDO DO PERITO**

(100) Os estudos encomendados pela PI e ABI seguiram metodologias semelhantes, embora seja difícil conciliar os respectivos resultados. Mais especificamente, nenhum deles identificou produtos perfeitamente comparáveis e, ao seleccionarem um ou outro instrumento comparável, acabam por salientar factores diferentes que influenciam as comissões de distribuição.

(101) Por essa razão, a Comissão pediu a um perito independente que realizasse um estudo para determinar a remuneração paga no mercado pela distribuição dos certificados de aforro.

Metodologia aplicada pelo estudo do perito para definir os instrumentos comparáveis

(102) Uma das conclusões essenciais deste estudo foi que o mercado de obrigações italiano se dividia em dois níveis: i) no primeiro, em que os emitentes visavam investidores institucionais, os rendimentos eram os habituais considerando o risco de incumprimento e a curva de rendimento da zona euro, a distribuição encontrava-se nas mãos de grandes bancos de investimento (ou estava aberta a leilão, como foi o caso de grande parte das obrigações do Tesouro italianas) e as comissões de distribuição eram relativamente baixas; ii) no segundo, em que a distribuição se fazia através de redes bancárias de retalho que visavam aforradores individuais, os emitentes conseguiam condições de empréstimo mais favoráveis do que no mercado do primeiro nível e as comissões de distribuição eram geralmente superiores às praticadas no mercado do primeiro nível. Esta situação produziu efeitos directos sobre o nível das comissões de distribuição associadas aos produtos financeiros: independentemente do conjunto de características que normalmente influenciam as comissões de distribuição de um produto financeiro, o simples facto de um destes produtos ser vendido no mercado do segundo nível fazia disparar as comissões de distribuição.

(103) No estudo, o perito sublinhou que as comissões de distribuição de produtos financeiros devem reflectir o esforço exigido à rede de distribuição por essa distribuição. Seguidamente, identificou os produtos mais próximos dos certificados de aforro com base nas suas características essenciais — risco, liquidez, complexidade contratual ([38]), nível de identificação e estatuto jurídico do emitente, vencimento, dimensão da emissão, estrutura da oferta, investimento mínimo obrigatório e canal de distribuição (distribuição institucional/de retalho) — e atribuiu classificações a estas características.

([35]) Comissão média calculada para o período de Novembro de 1999 a Dezembro de 2007 em relação a um volume total de 33 mil milhões de EUR.
([36]) O montante da emissão ascendeu a 971,2 milhões de EUR.
([37]) Comissão média calculada para o mesmo período em relação a um volume total de 22 mil milhões de EUR.
([38]) Instrumento do tipo «plain vanilla» ou instrumento estruturado.

(104) Depois comparou a notação atribuída a cada característica de cada produto financeiro com cada tipo de certificado de aforro.

Quadro 7

Produtos financeiros e factores que influenciam as comissões de distribuição

Produto	Risco	Liquidez	Complexidade	Nível de identificação do emitente	Duração	Distribuição institucional ou de retalho	Estrutura da oferta	Investimento mínimo obrigatório, em EUR
BOT	*baixo*	*alta*	*baixa*	*alta*	*curta*	*institucional*	*leilão*	*1 000*
BTP	*baixo-médio*	*alta*	*baixa*	*alta*	*média-longa*	*institucional*	*leilão*	*1 000*
CCT ([39])	*baixo*	*alta*	*baixa*	*alta*	*média*	*institucional*	*leilão*	*1 000*
Depósitos de poupança	*baixo*	*alta*	*baixa*	*alta*	*curta*	*retalho*	*emissão contínua*	*nenhum*
Depósitos a prazo	*baixo*	*baixa*	*baixa*	*alta*	*curta-média*	*retalho*	*emissão contínua*	*nenhum*
Certificados de depósito (CD)	*baixo*	*baixa*	*baixa*	*alta*	*curta-média*	*retalho*	*emissão contínua*	≥ *50*
Obrigações bancárias «plain vanilla» cotadas	*baixo-médio*	*média*	*baixa*	*alta*	*média*	*retalho*	*oferta pública*	≥ *1 000*
Obrigações bancárias «plain vanilla» não cotadas	*baixo-médio*	*baixa*	*baixa*	*alta*	*média*	*retalho*	*oferta pública*	≥ *1 000*
Obrigações bancárias estruturadas cotadas	*alto*	*média*	*alta*	*alta*	*média*	*retalho*	*oferta pública*	≥ *1 000*
Obrigações bancárias estruturadas não cotadas	*alto*	*baixa*	*alta*	*alta*	*média*	*retalho*	*oferta pública*	≥ *1 000*
Obrigações emitidas por empresas	*médio-alto*	*baixa-média*	*baixa*	*baixa-alta*	*média*	*institucional*	*oferta pública*	≥ *1 000*
Fundos de investimento do mercado monetário	*baixo*	*alta*	*média*	*média*	*não se aplica*	*retalho*	*emissão contínua*	≥ *100*
Fundos de investimento obrigacionistas	*médio*	*alta*	*média*	*média*	*não se aplica*	*retalho*	*emissão contínua*	≥ *100*
Fundos de investimento de acções	*alto*	*alta*	*média*	*média*	*não se aplica*	*retalho*	*emissão contínua*	≥ *100*
Capital (cotado)	*alto*	*média-alto*	*baixa*	*baixa-alta*	*não se aplica*	*institucional*	*oferta pública*	≥ *1 000*
Certificados de aforro ordinários	***baixo***	***média***	***baixa***	***alta***	***longa***	***retalho***	***emissão contínua***	≥ ***50***
Certificados de aforro a prazo fixo	***baixo***	***média***	***baixa***	***alta***	***média***	***retalho***	***emissão contínua***	≥ ***50***
Certificados de aforro dos correios indexados à maturidade	***alto***	***média***	***alta***	***alta***	***média***	***retalho***	***emissão contínua***	≥ ***250***
Certificados de aforro indexados à inflação	***médio***	***média***	***alta***	***alta***	***média***	***retalho***	***emissão contínua***	≥ ***250***
Certificados de aforro a 18 meses	***baixo***	***média***	***baixa***	***alta***	***curta***	***retalho***	***emissão contínua***	≥ ***50***

([39]) CCT (*certificati di credito del Tesoro*) são obrigações do Tesouro a sete anos com uma taxa de juro variável.

(105) O canal de distribuição (institucional ou de retalho) foi determinante para a identificação de produtos comparáveis. Os certificados de aforro são mais comparáveis a produtos financeiros de retalho, porque são normalmente vendidos às famílias. Estas detêm quase a totalidade dos certificados de aforro remanescentes (cerca de 99 %), os quais não são normalmente adquiridos por investidores institucionais. Esta é também a principal característica que distancia as obrigações do Tesouro (BOT, BTP e CCT) dos certificados de aforro dos correios.

(106) O estudo realizado pelo perito independente considerou que o produto mais próximo dos certificados de aforro são as obrigações bancárias (sendo os certificados de aforro ordinários e a prazo fixo comparáveis às obrigações bancárias do tipo «plain vanilla» e os certificados de aforro indexados comparáveis às obrigações bancárias indexadas — ver quadro 14). O segundo produto mais próximo são os fundos de investimento ([40]). Estes dois produtos comparáveis existem apenas sob a forma desmaterializada ([41]).

(107) A Comissão observa sobre este ponto que, muito embora a comissão tenha de ser calculada para certificados de aforro tanto em papel como desmaterializados, os dois tipos de certificados de aforro partilham outras características, nomeadamente o vencimento médio, o rendimento à data de vencimento e as características associadas à PI enquanto distribuidora.

Metodologia utilizada no estudo do perito para o cálculo da comissão de mercado dos instrumentos comparáveis

(108) Para poder estabelecer a comparação necessária ao cálculo da comissão de distribuição sobre os certificados de aforro, o perito criou um conjunto de dados de obrigações bancárias e fundos de investimento com base i) num número avultado de prospectos de obrigações bancárias cotadas na TLX, a segunda bolsa de valores organizada (a seguir à Borsa Italiana) ([42]) e ii) nos sítios *web* dos maiores bancos italianos, de onde podem habitualmente ser descarregados os prospectos de emissão de obrigações. O conjunto de dados incluiu 511 emissões obrigacionistas distribuídas no mercado italiano entre 2002 e 2008 (162 foram emitidas antes de 2006). Das emissões totais por ano, a proporção representada neste conjunto de dados era a seguinte: 18 % em 2006, 15 % em 2005, 9 % em 2004, 3 % em 2003 e 0,2 % em 2002.

(109) O perito realizou análises suplementares por instrumento comparável com base em estatísticas descritivas. Em relação às obrigações do tipo «plain vanilla» emitidas por bancos, por exemplo, que eram o produto mais próximo dos certificados de aforro ordinários e a prazo fixo, o perito considerou que as estatísticas descritivas não eram suficientes para compreender convenientemente os factores que determinam as comissões de distribuição que permitiriam avaliar se a comissão paga pela distribuição de certificados de aforro estava conforme com as condições de mercado. Mais concretamente, as obrigações bancárias não eram homogéneas nos seus principais aspectos e poderiam não ser uniformes relativamente ao tipo de certificados de aforro com o qual iriam ser comparadas. Deste modo, os dados estatísticos tiveram de ser utilizados racionalmente para se poder determinar, dentro de um conjunto de obrigações semelhantes, que características eram essenciais para o cálculo das comissões de distribuição. Neste ponto, o perito remeteu para a lista de factores determinantes para as comissões de distribuição (ver pontos 103-104). O efeito destas variáveis independentes sobre a comissão de distribuição aplicada a um produto como os certificados de aforro foi calculado com base numa análise de regressão.

(110) O período abrangido pela amostra de obrigações bancárias impediu que se chegasse a qualquer conclusão relativamente ao comportamento das comissões de distribuição durante os anos 2000--2003. Por motivos estatísticos, não foi possível construir uma série temporal significativa para o período 2000-2006 ([43]). A amostra de obrigações bancárias permitiu tirar conclusões apenas relativamente ao período 2000-2006 na sua totalidade e não numa base anual.

([40]) Teoricamente, o produto mais comparável aos certificados de aforro a 18 meses são os certificados de depósito. Mas o perito só encontrou um emitente de certificados de depósito que distribui os seus produtos através de outras redes bancárias e divulga as comissões de distribuição pagas.

([41]) O perito não conseguiu identificar nenhum produto financeiro comparável em formato papel em circulação em Itália.

([42]) A TLX SpA organiza e gere os mercados de negociação de instrumentos financeiros dirigidos às necessidades de investimento de investidores não profissionais.

([43]) Uma série temporal consiste numa sequência de valores, medidos normalmente em momentos consecutivos e a intervalos de tempo regulares. Uma série temporal de dados relativos a instrumentos comparáveis teria permitido estabelecer uma comparação entre as comissões anuais reais dos certificados de aforro e os valores correspondentes para os instrumentos comparáveis.

(111) No entanto, o perito tinha a forte convicção de que uma conclusão relativa ao período na sua totalidade não deixava de ser importante, na medida em que as entrevistas no terreno lhe permitiram concluir que não tinha havido uma mudança significativa no volume de comissões de distribuição desde 2000. Algumas respostas até indicavam uma redução dos valores.

(112) O perito compilou igualmente um conjunto de dados composto por 102 fundos de investimento ([44]), em relação ao qual a única análise de dados útil efectuada é a de estatística descritiva ([45]). No entanto, foi possível construir uma série temporal para as comissões cobradas pelos distribuidores de fundos de investimento.

(113) Também foi analisada a estrutura da comissão recebida pela distribuição dos produtos comparáveis:

— A remuneração recebida pela distribuição de obrigações bancárias consistia numa percentagem inicial relativa ao montante subscrito;

— Alguns fundos de investimento pagavam à rede de distribuição comissões iniciais e anuais, enquanto outros pagavam unicamente comissões anuais. Para calcular uma medida única das comissões válida para efeitos do estudo, o perito, para cada fundo de investimento, acrescentou à comissão inicial efectivamente paga uma outra comissão inicial estimada, igual ao valor actual das comissões anuais a receber durante a duração prevista do investimento do cliente no fundo.

Cálculo dos montantes para comparação com a remuneração efectivamente paga pela CDP para a distribuição dos certificados de aforro

(114) A remuneração global que a PI recebeu da CDP ao abrigo dos acordos anuais para o período 2000--2006 era composta por vários elementos (ver também o quadro 4) ([46]):

a) Uma comissão inicial paga no momento da subscrição dos certificados de aforro, equivalente a uma percentagem do montante subscrito;

b) Uma comissão anual sobre o volume remanescente dos certificados de aforro, equivalente a uma percentagem do valor dos certificados remanescentes; esta comissão correspondia à remuneração pela gestão contabilística e administrativa dos certificados. Desde 2003 que esta comissão era distinta para certificados em papel e certificados desmaterializados;

c) Em alguns anos, outros montantes fixos, nomeadamente pelo cumprimento de objectivos quantitativos ou qualitativos.

(115) Nos termos dos acordos celebrados entre 2000 e 2002, a estrutura da remuneração era muito variável. A estrutura global da remuneração estabilizou-se a partir de 2003, na medida em que a remuneração global era constituída pelas mesmas parcelas, embora os valores aplicados em cada parcela pudessem variar. Em termos gerais, para o período 2000-2002 não é fácil comparar um ano com outro, como também não é fácil comparar o período 2000-2002 com o período 2003-2006.

([44]) Trata-se de fundos distribuídos em finais de 2007.
([45]) A análise de regressão não teria aqui qualquer significado, pois os fundos de investimento eram, por razões contratuais, homogéneos em relação às variáveis usadas na análise de regressão das obrigações bancárias.
([46]) Nesta fase, a análise não visou a remuneração pela produção de certificados em papel. A remuneração pela produção de certificados em papel é uma componente muito específica dos serviços prestados pela PI, pelo que será objecto de uma avaliação em separado (ver considerandos 130-132).

(116) Para poder comparar a remuneração paga pela distribuição dos certificados de aforro com a remuneração paga por produtos financeiros similares, o perito converteu a tabela da remuneração dupla dos certificados numa comissão global equivalente paga no acto de subscrição que seria directamente comparável com a comissão inicial real calculada para as obrigações bancárias e os fundos de investimento. Foi calculado um valor único anual para os certificados de aforro com base na comissão inicial contratual efectivamente paga, acrescida de uma outra comissão inicial estimada, representando o valor actual da remuneração que a PI esperava ganhar no futuro pela subscrição de certificados nesse ano com as comissões percentuais anuais sobre o *stock* de certificados remanescentes. Esta comissão inicial adicional foi calculada com base na duração média ([47]) de cada tipo de certificado e no valor no ano da subscrição das comissões percentuais anuais recebidas por cada ano de duração média do certificado ([48]).

(117) Para calcular o valor actual à data de referência, o perito concluiu ser necessário partir de mais um pressuposto sobre as comissões anuais a receber no futuro. Havia duas alternativas igualmente aceitáveis:

— Uma consistia em assumir uma remuneração anual constante, uma vez que a PI não podia prever a variabilidade das comissões anuais futuras e, por essa razão, teria de calcular em cada ano a comissão inicial global equivalente com base na premissa de que as comissões anuais permaneceriam fixas de acordo com o nível contratualmente estabelecido para esse ano.

— A segunda alternativa consistia em assumir uma remuneração anual variável, que quantificasse a remuneração pela distribuição de certificados de aforro com base nas comissões anuais fixadas pelas sucessivas convenções celebradas durante a duração dos produtos ([49]). Neste caso, parte-se do princípio de que a PI conseguia prever a variabilidade das comissões anuais praticadas no futuro e, por conseguinte, calcularia em cada ano a comissão global inicial equivalente, partindo da premissa de que as comissões anuais seguiriam o percurso que de facto se confirma *ex post*.

(118) As comissões iniciais dos certificados de aforro recalculadas através do método de remuneração anual variável são de modo geral mais baixas do que as comissões resultantes do método de remuneração anual constante. O quadro 8 ilustra isto mesmo em relação aos certificados ordinários e a prazo fixo:

Quadro 8

Cálculo das comissões globais iniciais para os certificados de aforro (%)

Certificados ordinários (em papel)		
	Remuneração anual constante	Remuneração anual variável
2000	[…]	[…]
2001	[…]	[…]
2002	[…]	[…]
2003	[…]	[…]
2004	[…]	[…]
2005	[…]	[…]
2006	[…]	[…]

([47]) O perito utilizou a expressão «duração média» (*durata media*) e «duração prevista» (*durata prevista*) como sinónimos. Não presente Decisão, a expressão empregue é «duração média».

([48]) O perito apoiou-se nos valores fornecidos pela Itália. Na falta destes dados (para certificados indexados à inflação e a 18 meses), o perito procedeu ao cálculo de estimativas fiáveis (a 7 anos e 18 meses, respectivamente). A taxa de desconto utilizada no cálculo do valor actual das comissões anuais era a mesma aplicada a bilhetes do tesouro com uma duração próxima.

([49]) As comissões referidas na convenção de 2006 foram as aplicadas a partir dessa data.

Certificados a prazo fixo (em papel)		
	Remuneração anual constante	Remuneração anual variável
2000	[…]	[…]
2001	[…]	[…]
2002	[…]	[…]

(119) Por razões de prudência, o perito partiu do pressuposto de uma remuneração anual constante ao longo de quase todo o estudo.

(120) Com base nesse pressuposto, as comissões iniciais recalculadas recebidas pela PI pelos certificados de aforro são as seguintes:

Quadro 9

Comissões iniciais recalculadas recebidas pela PI pelos certificados de aforro

	2000	2001 ([50])	2002	2003	2004	2005	2006
Certificados em papel (todos os certificados anteriores a 2003)							
Ordinários	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]
Prazo fixo	[…]	[…]	[…]				
18 meses						[…]	[…]
Certificados desmaterializados (posteriores a 2003)							
Ordinários				[…]	[…]	[…]	[…]
Indexados (a acções)				[…]	[…]	[…]	[…]
Indexados (à inflação)							[…]
18 meses						[…]	[…]

([50]) Estes valores não incluem os montantes de 51,6 milhões de EUR e 25 milhões de EUR pagos em 2001 e 2002, respectivamente, por tarefas específicas que excediam a simples distribuição de certificados de aforro. Todavia, depois de um teste de sensibilidade, o perito concluiu que a sua inclusão não influenciaria as conclusões do relatório.

Comparação com a remuneração estimada com base na amostra das obrigações bancárias

(121) A informação recolhida permite fazer uma estimativa dos *spreads* da remuneração de mercado recebida pela distribuição dos certificados de aforro. A remuneração de mercado estimada varia, embora não dependa do instrumento comparável escolhido como sendo o mais apropriado.

(122) O quadro 10 apresenta os intervalos de variação da estimativa das comissões globais iniciais recebidas pelos certificados de aforro (com base na análise de regressão da amostra das obrigações bancárias) e as comissões reais recalculadas que a PI recebeu pela distribuição de certificados de aforro. A variação da remuneração real dos certificados de aforro é definida pelas comissões mínima e máxima observadas entre 2000 e 2006. A variação utilizada para estabelecer a comparação é definida pelos valores

mínimos e máximos das comissões previstas ([51]) pela distribuição de certificados de aforro com base na regressão das comissões em termos dos factores essenciais. O quadro ilustra ainda as variações criadas quando se acrescenta um ou dois desvios-padrão ao mínimo ou máximo previsto ([52]).

(123) A referência aos intervalos clássicos (média + 1 desvio-padrão e média + 2 desvios-padrão) é útil para determinar a probabilidade de uma ocorrência: uma ocorrência que está a menos de um desvio-padrão de distância do valor previsto tem uma probabilidade elevada de ser estatisticamente semelhante ao valor esperado; quando se encontra entre um e dois desvios-padrão de distância, a probabilidade é menor, embora não anormalmente baixa; quando está a mais de dois desvios padrão de distância, a probabilidade é bastante baixa, pelo que pode ser designada de ocorrência «rara» e potencialmente «anormal» ([53]).

Quadro 10

Remuneração inicial recalculada e estimativa da remuneração de mercado dos certificados de aforro baseada na amostra de obrigações bancárias (%)

Forma do certificado	Papel	Desmate-rializado	Papel	Desmat.	Desmat.	Papel	Desmat.
Tipo de certificado	Ordinário	Ordinário	Prazo fixo	Indexado a acções ([54])	Indexado à inflação	A 18 meses	A 18 meses
Remuneração mínima pelos certificados de aforro 2000-2006	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]
Remuneração máxima pelos certificados de aforro 2000-2006	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]
valor previsto — estimativa mais baixa	3,05	3,05	1,76	1,69	2,83	0,63	0,63
valor previsto + 1 desv. padrão	3,40	3,40	2,11	2,51	2,14	0,88	0,92
valor previsto + 2 desv. padrão	3,75	3,75	2,46	3,32	4,20	1,21	1,21
valor previsto — estimativa mais elevada	4,54	4,54	3,34	1,69	2,83	0,63	0,63

([51]) Em estatística, o valor previsto (ou previsão matemática ou média) de uma variável aleatória é a soma dos produtos do valor de cada resultado possível multiplicada pela probabilidade desse resultado. Assim, representa o valor médio «previsto» como resultado de uma tentativa aleatória se as mesmas probabilidades se repetirem várias vezes. Os valores mínimos e máximos previstos referem-se aqui às duas regressões com o melhor desempenho, como refere o estudo do perito. Mais especificamente, as estimativas baixas correspondem à amostra de obrigações bancárias de taxa fixa, uma amostra que permite utilizar uma variável significativa do rendimento à data de vencimento na análise de regressão. As estimativas mais elevadas resultam da análise de regressão baseada na amostra de obrigações bancárias do tipo «plain vanilla», que inclui obrigações de taxa fixa e variável.

([52]) Em probabilidades e estatística, o desvio padrão é uma medida de dispersão de um conjunto de valores. É definido como o desvio da raiz quadrada média (RQM) dos valores da sua média ou como a raiz quadrada da variância. O erro padrão de um método de medição ou cálculo consiste no desvio padrão estimado do erro nesse método. Mais especificamente, representa o desvio padrão da diferença entre os valores medidos ou calculados e os valores reais (*Fonte*: Wikipedia).

([53]) Ao comparar o resultado real com os «intervalos clássicos» da média mais ou menos um ou dois erros padrão, parte-se normalmente do princípio de que a distribuição subjacente é simétrica e normal. Neste caso, pode dizer-se que o resultado tem uma probabilidade de 68,26 % de se encontrar no intervalo definido pela média mais ou menos um erro padrão e uma probabilidade de 95,44 % de se encontrar no intervalo definido pela média mais ou menos dois erros padrão. No entanto, a importância da referência ao intervalo, definido pela média mais ou menos um ou dois erros padrão, não se aplica apenas no caso de uma distribuição normal, pelo que se pode dizer, regra geral, que uma ocorrência que se encontra a um desvio padrão da média pode ser considerada — em termos gerais — «comum» (este intervalo é utilizado na análise realizada na secção seguinte).

Forma do certificado	Papel	Desmate-rializado	Papel	Desmat.	Desmat.	Papel	Desmat.
Tipo de certificado	Ordinário	Ordinário	Prazo fixo	Indexado a acções ([54])	Indexado à inflação	A 18 meses	A 18 meses
valor previsto + 1 desv. padrão	5,25	5,25	4,05	2,51	3,51	0,92	0,92
valor previsto + 2 desv. padrão	5,96	5,96	4,76	3,32	4,20	1,21	1,21

([54]) Convém aqui referir que a análise de regressão da amostra dos dois tipos de obrigações bancárias estruturadas se reveste de um valor explicativo significativamente inferior ao de outras obrigações bancárias utilizadas para calcular a remuneração recebida pela distribuição de outros tipos de certificados de aforro. A este respeito, o perito sublinhou que, no caso de certificados indexados a acções, os resultados da simulação pareciam ser de difícil conciliação com mecanismos económicos essenciais: não ficou claro por que razão os certificados indexados teriam comissões muito mais baixas do que a média obtida na subamostra de obrigações bancárias indexadas a acções. Este facto, juntamente com as provas do baixo poder explicativo das análises de regressão para as comissões dos certificados indexados, levou o perito a sugerir que deveria ser dado maior peso neste caso ao resultado da simples comparação entre valores médios, que dava uma melhor indicação da conformidade com o mercado. As estatísticas descritivas indicam que a remuneração média atribuída pela colocação de obrigações bancárias indexadas a acções é de 3,10 % e de 2,82 % para as obrigações bancárias indexadas à inflação. Ambos os valores estão acima da remuneração máxima recebida pela PI pela distribuição de certificados de aforro indexados a acções e indexados à inflação.

(124) O perito tirou as seguintes conclusões:

a) Em relação aos certificados a 18 meses, aos certificados ordinários desmaterializados e aos certificados indexados à inflação, existiam provas «absolutamente inequívocas» de que as condições estavam em conformidade com o mercado;

b) Já em relação aos certificados indexados a acções e aos certificados ordinários em papel, as provas não eram «absolutamente inequívocas», mas revelavam tendencialmente que as condições estavam em conformidade com o mercado. Nestes casos, as simulações baseadas em regressões revelaram que as comissões aplicadas aos certificados de aforro se encontravam abaixo do valor esperado ou no intervalo definido pelo valor previsto mais dois desvios-padrão;

c) Quanto aos certificados a prazo fixo, poderá ter-se registado um valor máximo anormal em 2001.

(125) O perito incluiu ainda previsões das comissões de distribuição de certificados de aforro ordinários e a prazo fixo quando são introduzidas variáveis independentes auxiliares para cada distribuidor, de forma a captar outro factor, as políticas de fixação de preços dos distribuidores, que não tinham sido incluídas na análise de regressão apresentada no quadro 10 ([55]).

Quadro 11

Estimativa de remuneração pela distribuição de certificados de aforro

	Obrigações bancárias «plain vanilla»	Obrigações bancárias a juros fixos
	Painel A: Certificados de aforro ordinários	
UBM	3,60 %	3,23 %
PopVicenza	3,06 %	2,65 %
Antonveneta	2,95 %	2,98 %
Carige	2,62 %	2,53 %

([55]) Na análise de regressão, a «variável indicatriz» (também conhecida simplesmente por «indicatriz») é uma variável que utiliza os valores 0 e 1 para indicar a ausência ou presença de algum efeito claro que seja previsível que altere o resultado. O uso de variáveis indicatrizes permite normalmente um maior ajustamento do modelo (coeficiente de determinação), embora às custas de alguns graus de liberdade e da perda de uma certa dimensão generalista do modelo. Demasiadas variáveis indicatrizes resultam num modelo que não oferece conclusões gerais (*Fonte*: Wikipedia).

	Obrigações bancárias «plain vanilla»	Obrigações bancárias a juros fixos
	Painel A: Certificados de aforro ordinários	
IntesaSanPaolo	2,25 %	2,73 %
SanPaoloIMI	1,44 %	2,45 %
	Painel B: Certificados de aforro a prazo fixo	
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 %

Comparação com comissões aplicadas a fundos de investimento

(126) O quadro 12 apresenta o novo cálculo das comissões iniciais globais pagas à PI pelos certificados de aforro (estimativa pontual) e pelos fundos de investimento do mercado monetário.

Quadro 12

Comissões iniciais recalculadas e estimativa da remuneração anual de mercado dos certificados de aforro baseada na amostra de fundos de investimento

Certificados de aforro ordinários			
	Certificados de aforro	Fundos comuns de investimento do mercado monetário	
Ano		média	média + 1 desvio padrão
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 %
Certificados de aforro a prazo fixo			
	Certificados de aforro	Fundos comuns de investimento do mercado monetário	
Ano		média	média + 1 desvio padrão
2000	[…]	1,15 %	3,08 %
2001	[…]	1,15 %	2,80 %
2002	[…]	1,65 %	3,30 %

(127) Partindo do pressuposto de uma remuneração anual constante, o perito calculou a remuneração anual absoluta recebida pela distribuição de certificados de aforro, comparada com a remuneração que a PI teria obtido se tivesse recebido as comissões médias praticadas pelos distribuidores de fundos de investimentos comparáveis. No quadro 13 figuram os números absolutos da remuneração dos certificados de aforro e da remuneração que teria sido paga com base nas condições aplicadas aos fundos de investimento do mercado monetário.

Quadro 13

Remuneração efectiva estimada pela distribuição de certificados de aforro, em números absolutos

	Certificados de aforro dos correios	Fundos comuns de investimento do mercado monetário	
		média	média + 1 desvio padrão
2000	361	217	426
2001	439	235	459
2002	316	355	596
2003	416	457	721
2004	482	519	803
2005	582	762	1 062
2006	559	820	1 139
Total 2000-2006	3 157	3 364	5 207

(128) O perito concluiu que:

a) De acordo com o primeiro método (quadro 12), as comissões cobradas pela distribuição de certificados de aforro estão quase sempre compreendidas entre o valor previsto e o valor igual a um desvio-padrão, se calculadas com base nas comissões aplicadas aos fundos comuns do mercado monetário, e quase sempre abaixo do valor previsto, quando calculadas com base nos fundos de investimento em obrigações do Tesouro da zona euro.

b) Através do segundo método (quadro 13), a remuneração total real recebida pela PI foi sempre inferior à remuneração que teria sido obtida se fossem aplicadas as condições gerais dos fundos de investimento em obrigações do Tesouro da zona euro. A remuneração total real foi também inferior à remuneração que teria sido recebida se fossem aplicadas as condições médias dos fundos de investimento do mercado monetário em 2003-2006. Entre 2000 e 2003, não era inferior às condições médias dos fundos de investimento do mercado monetário, mas estava abaixo da remuneração correspondente a um montante equivalente ao valor previsto mais um desvio-padrão.

c) A conclusão de que as comissões estavam em conformidade com o mercado, deduzida a partir das provas comparativas das comissões dos fundos de investimento, pode ser encarada como sendo praticamente «absolutamente inequívoca».

Comissões específicas para a produção de certificados em papel

(129) As comissões totais que a CDP pagou à PI ascenderam a 15 milhões de EUR em 2003, 16 milhões de EUR em 2004 e 18 milhões de EUR em 2005 e 2006 (ver quadro 4).

(130) Na análise resumida anteriormente, que avalia se as comissões pagas à PI pela distribuição dos certificados de aforro estavam ou não em conformidade com as condições de mercado, não foi considerada a remuneração aplicada pela produção de certificados em papel. O perito é da opinião de que era aceitável não incluir esta componente no cálculo da comissão inicial adicional, uma vez que dizia respeito a uma característica altamente específica dos certificados de aforro que não se encontrava noutros produtos semelhantes no período 2000-2006. Tal como acima referido, a Itália comparou a compensação recebida pela PI pela produção de certificados em papel com o pagamento exigido para a emissão de certificados em papel de fundos de investimento. A Itália realçou que era pago um montante de 10 a 20 EUR por certificado em papel emitido pelos fundos de investimento, enquanto a comissão paga pela CDP à PI era no valor de 1,70 EUR por certificado em papel, concluindo que não considerava este um montante excessivo. O perito confirmou que os montantes cobrados pelos fundos de investimento pela produção de certificados em papel estão ao nível do descrito pela Itália.

(131) Assim, a taxa cobrada pela PI à CDP pela produção de certificados em papel pode ser considerada em conformidade com as condições de mercado.

Conclusão do perito

(132) O relatório do perito conclui que a remuneração aplicada aos certificados de aforro entre 2000 e 2006 pode ser considerada em conformidade com as condições de mercado.

VIII. **APRECIAÇÃO DA MEDIDA**

(133) Para decidir se uma medida constitui um auxílio estatal na acepção do n.º 1 do artigo 87.º, a Comissão tem, regra geral, de avaliar se o regime:

— é concedido pelo próprio Estado ou através de recursos estatais,

— confere uma vantagem económica,

— poderá falsear a concorrência ao favorecer certas empresas ou a produção de determinados produtos,

— afecta o comércio entre Estados-Membros.

VIII.1. **Contexto da apreciação**

(134) Para chegar a uma conclusão relativamente ao caso em apreço, a Comissão terá apenas que decidir se a remuneração em causa conferiu uma vantagem à PI.

(135) Nos termos do Decreto de 6 de Outubro de 2004, a recolha de poupanças dos correios tornou-se um serviço de interesse económico geral ([56]). Portanto, a partir de 2004, a avaliação tem de ser conduzida dentro do enquadramento estabelecido pelo acórdão *Altmark* ([57]).

(136) Na decisão de dar início ao procedimento, a Comissão declarou que o beneficiário, a PI, tinha obrigações de serviço público a cumprir e que tais obrigações estavam claramente definidas. Os parâmetros em que se baseou o cálculo da compensação tinham sido estabelecidos anteriormente de forma objectiva e transparente, nomeadamente com base em acordos celebrados entre a CDP e a PI. Faltava averiguar se a compensação excedia ou não o montante necessário para suportar parte ou a totalidade dos custos implicados no cumprimento das obrigações de serviço público, considerando as respectivas receitas e um montante de lucros aceitável. Na ausência de um processo de contratação

([56]) A Comissão não considera, todavia, que as sucessivas convenções de remuneração celebradas entre a CDP e a PI assegurem por si só a existência de um serviço de interesse geral.

([57]) Acórdãos do Processo C-280/00 *Altmark Trans GmbH* e *Regierungspräsidium Magdeburg* contra *Nahverkehrsgesellschaft Altmark GmbH* [2003], Colect., p. I-7747, e Processos apensos C-34/01 a C-38/01 *Enirisorse SpA* contra *Ministero delle Finanze* [2003], Col., p. I-14243.

pública, o montante de compensação necessário tem de ser calculado com base numa análise dos custos normalmente incorridos por uma empresa comum, bem gerida e que dispõe de recursos próprios, considerando as receitas e um lucro razoável pelo cumprimento das obrigações.

(137) Se a remuneração paga pela CDP estiver conforme aos valores de mercado, permitirá uma boa estimativa do nível de custos que uma empresa média, bem gerida, teria de suportar, considerando as receitas e um lucro razoável pelo cumprimento das obrigações. Nesse caso, a remuneração cumpre os quatro critérios de Altmark e não constituiria um auxílio estatal ([58]). Por fim, se a remuneração anual recebida pela PI para a distribuição de cadernetas de poupança dos correios estava em conformidade com as condições de mercado antes de ter sido confiada à PI e à CDP a prestação do serviço de interesse económico geral, não restam dúvidas de que não foi concedida qualquer vantagem à PI e que esta remuneração também não constitui um auxílio estatal.

(138) Com vista a analisar se a remuneração paga pela CDP está em conformidade com o mercado, a Comissão seguirá as principais etapas da metodologia utilizada no estudo comparativo, a mesma metodologia que a Comissão apoiou na decisão que deu início ao procedimento e que foi também aplicada nos outros estudos realizados posteriormente.

a) Primeiro, é necessário identificar os instrumentos financeiros comparáveis aos vários tipos de certificados de aforro (secção VIII.2); nesta fase é de suma importância identificar e equacionar os factores essenciais que influenciam o nível das comissões de distribuição;

b) Segundo, é preciso determinar qual a remuneração praticada no mercado pelos operadores de mercado responsáveis pela colocação dos instrumentos comparáveis e compará-la com a remuneração paga pela CDP (secção VIII.3).

VIII.2. **Definição dos produtos comparáveis**

VIII.2.1. *Validação pela Comissão do estudo do perito*

(139) Os três estudos divergem essencialmente em relação aos produtos comparáveis identificados e aos factores subjacentes à remuneração que influenciam a escolha dos produtos comparáveis. O seguinte quadro apresenta os produtos comparáveis identificados nos três estudos:

Quadro 14

Produtos comparáveis identificados nos três estudos

Produto	Análise comparativa	Estudo da ABI	Estudo do perito
Certificados de aforro ordinários	Obrigações societárias estruturadas com um rating mínimo de BBB (S&P's) ou Baa2 (Moody's)	BTP com vencimento semelhante	Obrigações do tipo «plain vanilla» emitidas por bancos (taxa fixa e variável)
Certificados de aforro a prazo fixo	Obrigações societárias estruturadas com um rating mínimo de BBB (S&P's) ou Baa2 (Moody's)	BOT, CTZ e BTP, conforme a duração residual dos certificados de aforro	Obrigações do tipo «plain vanilla» emitidas pelos bancos
Certificados de aforro indexados (indexação à inflação e a acções)	Obrigações societárias estruturadas com um rating mínimo de BBB (S&P's) ou Baa2 (Moody's)	Em relação aos certificados indexados à inflação: indexação BTP€i; em relação aos certificados indexados a acções: obrigações financeiras indexadas com um rating mínimo de A+ (S&P's) ou Aa2 (Moody's).	Obrigações indexadas emitidas por bancos (indexadas a acções ou à inflação, conforme o caso)

([58]) Consultar também a decisão de início do procedimento de 22 de Novembro de 2006, parágrafo 88.

Produto	Análise comparativa	Estudo da ABI	Estudo do perito
Certificados de aforro a 18 meses	Obrigações societárias estruturadas com um rating mínimo de A (S&P's) ou A3 (Moody's)	BOT e CTZ a curto prazo	Certificados de depósito (CD) ([59]) , com indicações úteis resultantes das obrigações a taxa fixo emitidas por bancos com uma duração menor e fundos de investimento do mercado monetário.
Comentários sobre outros produtos comparáveis	A Itália considera que os certificados de aforro são comparáveis a fundos de investimento em obrigações do Tesouro da zona euro.	A ABI considerou inicialmente que os certificados de aforro eram comparáveis a fundos de investimento em obrigações do Tesouro da zona euro No entanto, no estudo da ABI, já não é estabelecida nenhuma comparação entre certificados de aforro e fundos de investimento.	A observação da remuneração aplicada aos tipos de fundos de investimento mais parecidos, nomeadamente fundos de investimento do mercado monetário, poderá fornecer indicações úteis para o cálculo do nível de remuneração praticado no mercado pela distribuição de certificados de aforro (salvo certificados indexados).

([59]) Existe muito pouca informação disponível, porque os emitentes não são obrigados a divulgar as comissões pagas pela distribuição de CD, pelo que este produto comparável não foi utilizado em larga escala no estudo do perito.

(140) A Comissão considera que a metodologia utilizada pelo perito (consultar particularmente o quadro 7 *supra*) é adequada, assim como os resultados que daí resultantes. Especificamente, os produtos comparáveis identificados pelo perito têm em consideração tanto as preocupações das autoridades italianas como da ABI, como a seguir de esclarece. Todos os factores essenciais para definir as principais características dos produtos financeiros foram avaliados e ponderados de uma forma equilibrada. Por outro lado, o estudo do perito identifica um factor de relevo que influencia as comissões de distribuição e que foi ignorado tanto pelas autoridades italianas como pela ABI, ou seja a rede de distribuição. O perito observou que na distribuição de produtos direccionados para os investidores de retalho, pelo menos em Itália, era possível oferecer aos investidores um rendimento mais baixo pelo mesmo nível de risco, comparado com o oferecido pelo mesmo tipo de produtos direccionados para investidores institucionais. Neste caso, as comissões de distribuição mais elevadas recebidas pela rede de retalho, em comparação com as que podiam ser obtidas pelos distribuidores com uma distribuição análoga junto de instituições, podem ser encaradas como uma forma de partilha do excedente gerado ([60]).

(141) Embora não existam produtos comparáveis perfeitos para os certificados de aforro, a análise apresentada no estudo do perito permite calcular uma remuneração de mercado para produtos com características semelhantes às dos certificados de aforro (por exemplo, através da análise de regressão).

VIII.2.2. *Parecer da Comissão sobre os argumentos das autoridades italianas*

(142) O estudo comparativo e as autoridades italianas referiram frequentemente que a opção de venda inerente aos certificados de aforro os converte num produto financeiro mais complexo do que as obrigações do tipo «plain vanilla», pelo que têm de ser comparados com produtos complexos como as obrigações estruturadas.

(143) Alguns instrumentos, como as obrigações do tipo «plain vanilla» e acções ordinárias, têm estruturas e benefícios relativamente claros, enquanto outros, como as obrigações estruturadas e as obrigações com disposições do tipo de opção de venda, possuem estruturas complexas e benefícios que dependem do comportamento de acções subjacentes ou de uma série de ocorrências. Explicar e, especialmente, vender a investidores de retalho um produto com uma estrutura complexa não é tarefa fácil para as redes de distribuição de retalho, que têm de investir em formação e empregar recursos valiosos e tempo no processo.

([60]) A Comissão sublinha que é geralmente aceite entre os especialistas financeiros que, devido às ineficiências do mercado, as comissões de distribuição são distintas conforme se trate do mercado retalhista ou grossista. Nas condições de mercado actuais, a diferença entre comissões deve-se aos intermediários e não aos emitentes (ver Hayes, Roger G., «The Path to Bond Market Efficiency: How increased retail distribution can lower borrowing costs», in *Government Finance Review*, 1.6.2003).

(144) Por outro lado, não existe nenhum diploma oficial publicado por um organismo regulador com valor vinculativo que apresente uma definição precisa de obrigação «plain vanilla» ou «estruturada» ([61]). Além disso, se for utilizada uma definição lata de obrigações «estruturadas», muitos produtos financeiros ficariam entre estritamente «plain vanilla» e estritamente «estruturados». O perito realçou que uma obrigação com opção de venda como o certificado de aforro não pode ser comparável a uma obrigação estruturada comum. A estrutura da rendibilidade para o investidor em certificados de aforro é simples e desde há várias décadas que os pequenos aforradores italianos perceberam a importância de poderem resgatar precocemente o capital investido e os juros acumulados, pelo que o distribuidor não tinha de fazer qualquer esforço especial para explicar a estrutura do produto.

(145) O perito adoptou, assim, a definição segundo a qual uma obrigação é «estruturada» quando o seu rendimento está associado à evolução de determinados parâmetros, de acordo com um mecanismo estipulado nos termos e condições da emissão.

(146) A Comissão partilha da opinião do perito de que os certificados de aforro não podem ser considerados produtos «estruturados» de acordo com a definição comum pela simples razão de terem por base uma opção de venda.

(147) Em conclusão, uma comparação entre certificados de aforro e instrumentos estruturados, como a proposta por Itália, apenas se aplica aos certificados indexados ([62]).

VIII.2.3. *Parecer da Comissão sobre os argumentos da ABI*

(148) A ABI sugeriu várias vezes que fosse estabelecida uma comparação com títulos emitidos pelo Estado de curta e longa duração. Semelhante comparação não é adequada, porque os produtos do Tesouro são essencialmente distribuídos a investidores institucionais, enquanto as obrigações bancárias e os certificados de aforro são distribuídos de acordo com o método tradicional do segmento retalhista do mercado. Acresce ainda que o nível da remuneração cobrada pelos bancos pela distribuição de obrigações do Tesouro a investidores de retalho não é um preço de mercado que resulta da interacção entre a oferta e a procura de serviços de distribuição de retalho, mas é fixado unilateralmente pelo Estado e tem força da lei. Esta remuneração não pode, consequentemente, ser encarada como o nível de remuneração praticado no mercado pelos serviços de distribuição no mercado italiano ([63]).

(149) A Comissão considera que os produtos comparáveis identificados pelo perito respondem às preocupações da ABI na medida em que i) as obrigações bancárias são emitidas por empresas financeiras e, por isso, são mais parecidas com os certificados de aforro emitidos pela CDP; ii) os títulos do Tesouro e as obrigações bancárias têm perfis de risco semelhantes; e iii) as obrigações bancárias comparáveis a certificados de aforro ordinários e a prazo fixo não são obrigações estruturadas, mas antes do tipo «plain vanilla».

VIII.2.4. *Conclusão*

(150) Em conclusão, a Comissão considera que os produtos comparáveis que se aplicam à presente decisão são os identificados pelo estudo do perito, ou seja obrigações bancárias em primeiro lugar, seguidas de fundos de investimento com características próximas.

([61]) Um glossário financeiro muito utilizado na Internet (InvestorWords.com) define uma obrigação estruturada com «um título de dívida com uma ou mais especificidades, tais como o pagamento do rendimento com base num índice associado. Por exemplo, uma obrigação estruturada é uma obrigação que, em vez de render os juros normais, está indexada, por exemplo ao S&P 500, com base no qual são calculados os juros a pagar. Este tipo de título de dívida é complexo e é utilizado essencialmente por investidores sofisticados». A OCDE utiliza a seguinte definição: «As obrigações estruturadas apresentam características que servem para atrair determinado tipo de investidor e/ou para tirar partido de certas condições de mercado. No entanto, ao estruturar títulos para atrair certo tipo de investidor corre-se o risco de perder liquidez no caso do mercado evoluir de tal forma que os elementos estruturados da emissão deixem de ser atractivos. Normalmente as características estruturadas são alcançadas através do uso de derivados, por exemplo as obrigações condicionadas por eventos de crédito são obrigações com derivados de crédito incorporados».

([62]) A nota da Banca d'Italia sobre a definição de obrigações estruturadas não altera esta avaliação. A Comissão considera que o verdadeiro problema não é terminológico, não se trata de escolher o adjectivo certo para um determinado nome, mas é antes um problema de substância, de encontrar o produto comparável certo para um produto financeiro específico. Ainda que se aceitasse que os certificados de aforro eram obrigações estruturadas, teriam ainda assim que ser comparados a obrigações estruturadas com características semelhantes, obrigações com uma opção de venda do tipo americano incorporada, e nada mais.

([63]) Mesmo que as obrigações do Tesouro fossem consideradas os instrumentos mais próximos dos certificados de aforro, ao mesmo nível que as obrigações emitidas pelos bancos, o perito concluiu que a sua inclusão não influenciaria a avaliação empírica da remuneração de mercado pela distribuição de certificados de aforro. A Comissão partilha a mesma opinião.

VIII.3. **Estimativa da remuneração de mercado para os certificados de aforro**

VIII.3.1. *Metodologia da avaliação da remuneração de mercado*

a) Certificados de aforro

(151) A Comissão considera que a metodologia aplicada pelo perito, assim como os cálculos das comissões iniciais equivalentes dos certificados de aforro, são ajustados. Em particular,

— a classificação da remuneração em função da sua natureza (anual, inicial, outros) é adequada e

— a estimativa de duração, o cálculo do valor actual e a taxa de desconto de todos os produtos considerados pelo perito baseiam-se em premissas razoáveis.

(152) Concluindo, as comissões iniciais calculadas pelo perito estão correctas.

b) Produtos comparáveis

(153) A Comissão reconhece as limitações dos dados disponibilizados e concorda com o perito quanto ao facto de que, de acordo com literatura económica e os estudos de mercado, não existe qualquer produto financeiro que seja perfeitamente comparável aos certificados de aforro em relação a todos os factores identificados. A Comissão é da opinião de que o volume substancial de informação quantitativa e qualitativa recolhida e utilizada pelo perito é suficiente para efeitos da presente decisão ([64]).

(154) A Comissão concorda que uma conclusão geral relativa a todo o período (2000-2006) é relevante, uma vez que as entrevistas realizadas no terreno pelo perito concluíram que não tinha havido uma alteração significativa da dimensão das comissões de distribuição aplicadas às obrigações bancárias desde 2000 (algumas das respostas até sugeriam uma redução). Além disso, as negociações entre as partes resultaram em alterações significativas nas condições de remuneração ao longo dos anos (por exemplo, a comissão administrativa anual diminuiu tanto em percentagem como em termos absolutos). A Comissão considera que as negociações das comissões devem assumir uma perspectiva plurianual. Por conseguinte, é importante que a linha de raciocínio seguida abranja um período de vários anos.

(155) A Comissão concorda ainda com o perito quanto ao facto de que, como as estruturas de remuneração dos certificados de aforro e de todos os produtos financeiros comparáveis são diferentes, a taxa de remuneração pela distribuição dos diferentes produtos deve ser expressa em termos homogéneos. A este respeito, como para as obrigações bancárias as únicas comissões pagas são comissões de distribuição, a Comissão considera correcto calcular comissões iniciais equivalentes para fundos de investimento.

(156) A Comissão considera ainda que a análise de regressão realizada com base na amostra de obrigações bancárias parece ser, em termos gerais, o melhor método de determinar a remuneração de mercado cobrada pela distribuição de certificados de aforro. A Comissão é da mesma opinião do perito de que se pode usar as estatísticas descritivas dos fundos de investimento, considerados como produtos comparáveis tanto pela ABI como pela Itália, para chegar a conclusões significativas. Do mesmo modo, a Comissão considera que as médias e as previsões de valores calculadas pelo perito são aceitáveis.

([64]) O perito coligiu um número significativo de prospectos sobre obrigações bancárias cotadas na TLX, a segunda bolsa de valores organizada de Itália (a seguir à Borsa Italiana), que é gerida pela TLX SpA. Também consultou os sítios *web* dos principais bancos italianos: 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 e Monte dei Paschi di Siena, incluindo o próprio sítio *web* da PI. Incluiu na base de dados todas a emissões de obrigações bancárias denominadas em EUR para as quais encontrou as respectivas comissões de distribuição nos prospectos. A base de dados é composta por 511 emissões obrigacionistas distribuídas no mercado italiano. Só recentemente é que passou a ser obrigatória a comunicação das comissões de distribuição (imposta pela Directiva Prospectos, transposta para a legislação italiana em Março de 2006 e em vigor a partir de Novembro de 2006), sendo a base de dados composta essencialmente por obrigações emitidas depois de 2006. No entanto, o perito conseguiu descobrir as comissões de distribuição de 162 obrigações bancárias emitidas antes de 2006. No total, o conjunto de dados é composto por emissões de 42 emitentes, distribuídas através de 28 redes bancárias.
O perito realizou ainda várias entrevistas no terreno, no sentido de compreender os factores que poderão contribuir para a fixação das comissões de distribuição.

(157) Foi registada uma diferença técnica entre a Comissão e o perito em relação às variações a aplicar aos valores previstos (erro-padrão/desvio-padrão) de forma a verificar se a remuneração está em conformidade com as condições de mercado. No entanto, a Comissão não necessitará de aprofundar esta questão nesta altura, na medida em que as variações não serão necessárias para a apreciação.

VIII.3.2. *Análise da conformidade com o mercado*

(158) É necessário verificar se os seguintes produtos estavam em conformidade com o mercado durante o período em apreço:

Quadro 15

Período de subscrição dos diferentes tipos de certificados de aforro

Tipo de certificado	Desmaterializado	Em papel
Ordinário	2003-2006	2000-2006
Prazo fixo	Indisponível para subscrição	2000-2002
A 18 meses	2005-2006	2005-2006
Indexados: acções	2003-2006	Indisponível para subscrição
Indexados: inflação	2006	Indisponível para subscrição

a) Certificados desmaterializados

(159) Relativamente aos certificados de aforro desmaterializados, a comparação entre valores dos quadros 9 e 10 revela o seguinte:

— Certificados ordinários: durante o período em apreço, a remuneração inicial equivalente dos certificados é de 2,64 %, enquanto a estimativa mais baixa do valor previsto é de 3,05 %. Portanto, a remuneração está em conformidade com o mercado.

— Certificados de aforro a 18 meses: durante o período em apreço, a remuneração inicial equivalente dos certificados era de 0,65 %, enquanto o valor previsto era de 0,63 %. A remuneração dos certificados está tão próxima do valor previsto que a Comissão pode concluir com segurança que está em conformidade com o mercado ([65]). A Comissão considera ainda, como ficou provado pelo perito, que o produto bancário mais próximo é o certificado de depósito (CD). Não obstante o tamanho reduzido da amostra destes certificados de depósito (que não têm nenhuma remuneração de distribuição inicial e cujas comissões anuais correspondem a 0,60 %), a Comissão é da opinião que, para efeitos desta decisão, é possível determinar o nível de remuneração da distribuição. Se uma comissão anual de 0,60 % sobre um título a 18 meses ([66]) for calculada com base nos valores que tinha em 2005 e 2006, a remuneração inicial equivalente obtida é de 0,863 %, o que é superior ao cálculo da remuneração inicial aplicada aos certificados de aforro a 18 meses. Por conseguinte, a remuneração está em conformidade com o mercado ([67]).

— Certificados indexados: durante o período em apreço, a remuneração inicial equivalente dos certificados é de 2,64 %. No entanto, devido às reduzidas explicações fornecidas pela análise de regressão da amostra de obrigações bancárias estruturadas (ver nota de rodapé 55) e considerando que os fundos de investimento não são um instrumento comparável aos certificados de aforro indexados, a Comissão concorda com o perito que a comparação terá de se apoiar nos resultados de estatística descritiva. Estes resultados revelam que:

([65]) Além disso, mesmo que o desvio padrão calculado pelo perito não estivesse correcto, muito provavelmente o valor de mercado estimado mais um erro padrão corrigido estaria acima da remuneração paga à PI.
([66]) Partindo do princípio de um pagamento semestral de uma remuneração de 0,30 %.
([67]) Uma comissão inicial até cerca de 0,7 % estaria em conformidade com o mercado.

i) A remuneração dos certificados de aforro indexados à inflação no único ano em apreço (2006) estava abaixo da remuneração média das obrigações bancárias indexadas à inflação (2,82 % em 42 observações);

ii) Nos anos em apreço (2003-2006), a remuneração dos certificados de aforro indexados estava abaixo da remuneração média das obrigações bancárias indexadas (3,10 % em 109 observações).

Por conseguinte, a remuneração está em conformidade com o mercado.

b) Certificados de aforro a 18 meses em papel

(160) Os certificados de aforro a 18 meses em papel são remunerados à mesma taxa que os certificados desmaterializados porque não existe nenhuma comissão de gestão anual aplicada a este tipo de certificados. Este tipo de certificados está, portanto, também em conformidade com as condições de mercado.

c) Certificados ordinários e certificados a prazo fixo em papel

(161) Falta apenas averiguar se a remuneração recebida pela distribuição de certificados de aforro ordinários em papel para o período entre 2000-2006 e dos certificados a prazo fixo em papel subscritos entre 2000-2002 está em conformidade com o mercado.

(162) A Comissão sublinha que o perito também compara os certificados de aforro em papel com os produtos comparáveis desmaterializados porque não conseguiu identificar instrumentos comparáveis em formato papel entre os produtos disponíveis no mercado.

(163) A Comissão considera que as tarefas específicas executadas pela PI em relação às obrigações em papel são distintas da mera produção de certificados em papel, pela qual é cobrada uma comissão separada (ver considerandos 130-132).

(164) Convém realçar que a diferença entre as comissões globais cobradas por certificados de aforro em papel e desmaterializados resulta unicamente da componente administrativa da remuneração ([68]).

(165) Efectivamente, a PI desempenha tarefas específicas relacionadas com a gestão do *stock* de certificados em papel. Qualquer pessoa que se dirija a uma estação de correios com um documento de identificação e com o numerário que pretende investir em certificados pode «comprar» certificados de aforro ordinários em formato papel, em qualquer altura e em qualquer balcão dos correios italianos. Não é necessário ter uma conta corrente junto da PI porque os certificados de aforro em papel podem ser comprados com dinheiro. O funcionário ao balcão pede ao cliente que preencha os formulários adequados, insere o nome do cliente nos certificados e entrega-lhos. Para o resgate dos certificados o processo é sensivelmente o mesmo. Gerir estas etapas requer um esforço organizacional que não é necessário, ou pelo menos é menor, em relação aos certificados de aforro desmaterializados e às obrigações bancárias.

(166) Por conseguinte, grande parte da remuneração paga sobre o volume anual de certificados em papel parece ser justificada pelas actividades específicas desenvolvidas pela PI em relação a estes certificados em papel, pelo que uma comparação entre as comissões globais iniciais estimadas dos certificados de aforro e das obrigações bancárias seria tendenciosa em detrimento da PI, e qualquer averiguação sobre se a remuneração dos certificados de aforro está em conformidade com o mercado deverá basear-se essencialmente em provas relacionadas com os certificados desmaterializados.

([68]) A parte da remuneração relativa à subscrição é a mesma tanto para certificados em papel como desmaterializados.

(167) A Comissão partilha a opinião do perito de que, em relação aos certificados de aforro em papel, a PI executa determinadas tarefas que excedem a compensação recebida pela produção efectiva dos certificados em papel ([69]). Estas outras tarefas justificam o pagamento de comissões anuais mais elevadas. Durante o período em apreço, a remuneração anual média paga à PI pelas tarefas adicionais de gestão dos certificados em papel foi de 0,14 % do volume de certificados em papel (ver quadro 4) ([70]). Os custos relacionados com a gestão de certificados em papel não podem ser quantificados com precisão, mas a Comissão considera que o pequeno valor de remuneração adicional aqui identificado não é excessivo, considerando o trabalho e esforço organizacional exigidos pela gestão dos certificados em papel (como descrito no ponto 166). Em 2006, as comissões de gestão pagas à PI ascenderam a apenas 7 126 EUR por estação dos correios. Em 2000-2001, quando as partes negociaram objectivos quantitativos específicos ([71]), as comissões de gestão pagas à PI ascenderam a 18 064 EUR e 14 231 EUR por estação dos correios ([72]). A Comissão considera que estes níveis de remuneração são proporcionais à gestão dos certificados em papel e que estão em conformidade com o mercado. A Comissão observa ainda que a tendência desta remuneração anual tem sido de descida e que se prevê que o volume de certificados em papel venha a diminuir com o tempo.

(168) Os certificados de aforro a prazo fixo nunca existiram em formato desmaterializado: para estes, a Comissão calculou as comissões pagas à PI, excluindo a remuneração recebida pelo serviço de gestão. Para o período 2000-2002, o valor médio obtido é de 1,72 %, numa abordagem conservadora ([73]), o que está abaixo da remuneração de mercado estimada mais baixa (1,76 %, ver quadro 10) e abaixo de vários cálculos de remuneração dos certificados de aforro a prazo fixo, considerando as políticas de fixação de preços de vários distribuidores (ver quadro 11, painel B). A Comissão pode assim concluir que a remuneração paga pelos certificados de aforro a prazo fixo estava em conformidade com o mercado.

(169) Estas considerações conduzem à conclusão de que a remuneração recebida pelos certificados de aforro ordinários e a prazo fixo em papel está em conformidade com as condições de mercado.

(170) Do mesmo modo, a Comissão conclui que, em relação a todos os certificados de aforro em papel, a remuneração paga estava em conformidade com o mercado entre 2000-2006.

Método alternativo

(171) Como alternativa, neste caso em particular, a Comissão poderia ter considerado que as comissões pagas à PI estavam em conformidade com o mercado desde que estivessem abaixo do valor mais alto previsto.

(172) Se tivesse sido essa a sua posição, o quadro 10 indica que a remuneração recebida pelos certificados ordinários e a prazo fixo em papel estaria de acordo com as condições de mercado: o valor mais elevado previsto para os certificados de aforro ordinários em papel é de 4,54 % (o limite máximo do valor previsto), sendo que a remuneração máxima entre 2000-2006 é de 3,7 %. Os valores relativos aos certificados de aforro a prazo fixo em papel são de 3,34 % e 3,09 %, respectivamente.

VIII.3.3. *Observações específicas*

a) Metodologia da remuneração anual variável

(173) Partindo do método da remuneração anual variável, a Comissão teria chegado às mesmas conclusões.

([69]) Os custos directos adicionais que resultam da produção dos certificados em papel são pagos separadamente (ver secção VIII.3.3.b.).

([70]) As comissões de administração não foram calculadas sempre da mesma maneira durante o período 2000-2006, mas este facto não altera a posição da Comissão.

([71]) A Comissão está satisfeita com o teste de robustez realizado pelo perito em relação aos montantes pagos em 2001 e 2002 pelas tarefas específicas que ultrapassavam a simples distribuição de certificados de aforro.

([72]) Existiam 13 950 estações dos correios em 2000 e 13 787 em 2001 (*Fonte:* relatórios anuais da PI).

([73]) A comissão de gestão usada para este cálculo foi 0,13 %, que corresponde à mais baixa entre as comissões de gestão pagas à PI durante o período 2000-2002 e não pode com toda a certeza ser considerada excessiva. A taxa de desconto aplicada pela Comissão aqui é a média das taxas de desconto anuais de cinco anos. Uma abordagem alternativa seria aplicar a comissão de gestão real paga à PI anualmente até ao vencimento das obrigações a prazo fixo. Esta metodologia teria resultado numa conclusão ainda mais explícita de que as comissões pagas pelos certificados de aforro a prazo fixo estavam em conformidade com o mercado.

(174) O método da remuneração anual variável é aceitável, uma vez que a Comissão considera que as negociações anuais entre a PI e a CDP consideraram a variabilidade das comissões anuais.

(175) A Comissão teria chegado a conclusões mais precisas relativas à conformidade com as condições de mercado se tivesse utilizado essa abordagem.

b) Remuneração pela produção de certificados em papel

(176) O perito sublinha que se pode afirmar com absoluta certeza que a circulação em papel é própria dos certificados de aforro, com a única excepção de unidades de fundos de investimento, onde este formato é legalmente permitido. A ABI também reconhece que actualmente os mercados financeiros praticamente só negoceiam produtos desmaterializados. A ABI não apresenta quaisquer argumentos ou informações que indiquem como é que se devia averiguar se esta remuneração está em conformidade com o mercado, nem contesta o cálculo de uma remuneração comparável pela produção de certificados em papel com base na comparação com os certificados em papel emitidos por fundos de investimento. A Comissão, deste modo, concorda com a conclusão do perito relativamente a esta questão (ver considerandos 130-132).

VIII.4. **Resposta às restantes observações da Itália e às da ABI**

VIII.4.1. *Itália*

(177) Em relação aos argumentos apresentados pela Itália no que se refere à conformidade com o mercado da margem recebida pela distribuição de certificados de aforro (considerandos 85-88), a Comissão constata que a margem de lucro simulada indicada pela Itália relativamente aos certificados de aforro não basta para provar a conformidade com o mercado das comissões recebidas pela distribuição de certificados, uma vez que, como reconhecem as autoridades italianas, a PI não mantém contas separadas para produtos financeiros distintos, pelo que para efeitos da presente decisão não é possível reunir informação fiável sobre as receitas e os custos gerados pelos certificados.

(178) A comparação entre a margem de lucros total da PI/Bancoposta e a margem dos bancos comerciais pela execução de actividades comparáveis é ainda menos específica.

(179) Assim sendo, a Comissão considera que, com base neste argumento, nada pode concluir sobre a conformidade com o mercado das comissões de distribuição de certificados de aforro, que é apenas um dos serviços prestados pela Bancoposta e que tem de ser comparada com actividades e produtos de bancos comerciais que não são comparáveis.

(180) Em relação à proposta avançada pelas autoridades italianas de comparar as comissões de distribuição de certificados de aforro com as comissões das cadernetas de poupança e à sua extrapolação da alegada conformidade com o mercado da remuneração paga pelos certificados de aforro durante a sua duração (ver considerando 83), a Comissão considera à luz da análise efectuada pelo perito que o pressuposto de um efeito linear do vencimento sobre as comissões de distribuição é demasiado simplista. É de resto mais adequado comparar os certificados de aforro com um instrumento financeiro emitido por operadores do mercado.

VIII.4.2. *ABI*

(181) A ABI argumenta que a taxa interna de rendimento das obrigações do Tesouro é sempre inferior a obrigações emitidas por empresas com o mesmo *rating* e que tal se deve a uma diferença de risco, mesmo quando os instrumentos implicados têm o mesmo *rating*. No entanto, a Comissão considera que a diferença entre essas taxas de rendibilidade se explica mais pela diferença nas redes de distribuição (retalho e grosso) do que pela diferença de nível de risco.

VIII.5. **Separação contabilística**

(182) Segundo o enquadramento comunitário dos auxílios estatais concedidos sob forma de compensação de serviço público ([74]), quando é confiada a uma empresa a gestão de vários serviços de interesse económico geral, as contas internas da empresa devem permitir garantir que não se verifica qualquer excesso de compensação a nível de cada serviço de interesse económico geral.

(183) Pela informação prestada pela Itália, fica claro que nas contas internas da PI não existe uma separação correcta entre os custos e as receitas relacionados com o serviço de interesse económico geral associado às poupanças dos correios e os custos e as receitas relacionados com outros serviços.

(184) A Comissão relembra a Itália da sua obrigação a este nível.

IX. **CONCLUSÕES**

(185) A remuneração de mercado que a Itália pagou à PI pela distribuição de certificados de aforro é uma boa estimativa do nível de custos suportados por uma empresa normal bem gerida pelo cumprimento das mesmas obrigações, tendo em consideração as receitas e um lucro razoável ganho pela execução das mesmas.

(186) Desde que o serviço de interesse económico geral foi confiado à PI e à CDP, em 2004, os quatro critérios *Altmark* têm sido cumpridos. A remuneração paga à PI pela distribuição de certificados de aforro entre 2004 e 2006 não constitui um auxílio estatal.

(187) Antes do serviço de interesse económico geral ter sido confiado à PI e à CDP, a remuneração que a PI recebeu pela distribuição de certificados de aforro estava em conformidade com as condições de mercado. Como a PI não beneficiou de qualquer vantagem, a remuneração não constituiu um auxílio estatal.

(188) A Comissão considera que a remuneração paga à PI pela distribuição dos certificados de aforro durante o período 2000-2006 não constitui um auxílio estatal,

ADOPTOU A PRESENTE DECISÃO:

Artigo 1.º

A remuneração paga pelas autoridades públicas italianas à Poste Italiane pela distribuição dos certificados de aforro dos correios (*buoni fruttiferi postali*) entre 2000-2006 não constitui um auxílio estatal nos termos do n.º 1 do artigo 87.º do Tratado.

Artigo 2.º

A República Italiana é a destinatária da presente decisão.

Feito em Bruxelas, em 21 de Outubro de 2008.

Pela Comissão
Neelie KROES
Membro da Comissão

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