II

(Πράξεις εγκριθείσες δυνάμει των συνθηκών ΕΚ/Ευρατόμ των οποίων η δημοσίευση δεν είναι υποχρεωτική)

ΑΠΟΦΑΣΕΙΣ

ΕΠΙΤΡΟΠΗ

ΑΠΟΦΑΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ

της 16ης Ιουλίου 2008

σχετικά με την κρατική ενίσχυση την οποία η Ιταλία έθεσε σε εφαρμογή για την αμοιβή των τρεχούμενων λογαριασμών που τηρούν τα Ιταλικά Ταχυδρομεία στο Δημόσιο Ταμείο [C 42/06 (πρώην NN 52/06)]

[κοινοποιηθείσα υπό τον αριθμό Ε(2008) 3492]

(Το κείμενο στην ιταλική γλώσσα είναι το μόνο αυθεντικό)

(Κείμενο που παρουσιάζει ενδιαφέρον για τον ΕΟΧ)

(2009/178/ΕΚ)

Η ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΤΩΝ ΕΥΡΩΠΑΪΚΩΝ ΚΟΙΝΟΤΗΤΩΝ,

Έχοντας υπόψη:

τη συνθήκη για την ίδρυση της Ευρωπαϊκής Κοινότητας, και ιδίως το άρθρο 88 παράγραφος 2 πρώτο εδάφιο,

τη συμφωνία για την ίδρυση του Ευρωπαϊκού Οικονομικού Χώρου, και ιδίως το άρθρο 62 παράγραφος 1 στοιχείο α),

Αφού κάλεσε τους ενδιαφερόμενους να υποβάλουν τις παρατηρήσεις τους σύμφωνα με τις προαναφερθείσες διατάξεις [1] και με βάση τις παρατηρήσεις αυτές,

Εκτιμώντας τα ακόλουθα:

1. ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ

(1) Με επιστολή της 30ής Δεκεμβρίου 2005, η Associazione Bancaria Italiana (ABI) Ένωση Ιταλικών Τραπεζών) υπέβαλε καταγγελία στην Επιτροπή για μια σειρά υποτιθέμενων οφελών υπέρ των τραπεζικών δραστηριοτήτων των Poste Italiane SpA (PI) (Ιταλικά Ταχυδρομεία ΑΕ). Σύμφωνα με την καταγγελία, η Ιταλία παρέχει στα PI, για τα ποσά που κατατίθενται στους ταχυδρομικούς τρεχούμενους λογαριασμούς και που μεταφέρονται σε έναν τρεχούμενο λογαριασμό που τηρείται στο Δημόσιο Ταμείο, ένα επιτόκιο 4 % περίπου, ενώ οι ταχυδρομικοί τρεχούμενοι λογαριασμοί προσφέρουν μέση απόδοση 1 %. Το θετικό περιθώριο των PI που προκύπτει από τη διαφορά μεταξύ του χρεωστικού επιτοκίου και του πιστωτικού επιτοκίου [2] είναι ανώτερο του επιτοκίου της «αγοράς», και κατά συνέπεια συνιστά κρατική ενίσχυση.

(2) Με επιστολή της 7ης Φεβρουαρίου 2006, η Επιτροπή έθεσε ορισμένα ερωτήματα στις ιταλικές αρχές. Η Ιταλία ζήτησε παράταση της προθεσμίας για την απάντηση και απάντησε με επιστολή της 21ης Απριλίου 2006. Στις 30 Μαρτίου 2006, διεξήχθη συνεδρίαση με τις ιταλικές αρχές και τους εκπροσώπους των PI.

(3) Με επιστολή της 26ης Σεπτεμβρίου 2006, η Επιτροπή ανακοίνωσε στην Ιταλία την απόφασή της να κινήσει, όσον αφορά το μέτρο αυτό, τη διαδικασία του άρθρου 88 παράγραφος 2 της συνθήκης ΕΚ.

(4) Η απόφαση της Επιτροπής να κινήσει τη διαδικασία δημοσιεύθηκε στην *Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης* [3]. Η Επιτροπή κάλεσε τα ενδιαφερόμενα μέρη να υποβάλουν τις παρατηρήσεις τους. Οι ιταλικές αρχές το έπραξαν με επιστολές στις 31 Οκτωβρίου 2006 και στις 29 Δεκεμβρίου 2006, η δε ABI απάντησε με επιστολή της 27ης Δεκεμβρίου 2006. Με επιστολή της 15ης Ιανουαρίου 2007, η Επιτροπή διαβίβασε τις παρατηρήσεις της ABI στις ιταλικές αρχές, δίνοντάς τους τη δυνατότητα να απαντήσουν. Οι παρατηρήσεις των ιταλικών αρχών εστάλησαν με επιστολή της 16ης Φεβρουαρίου 2007.

(5) Με επιστολή της 21ης Φεβρουαρίου 2007, η Επιτροπή ζήτησε συμπληρωματικές πληροφορίες που η Ιταλία απέστειλε με επιστολές της 30ής Μαρτίου 2007, της 2ας Απριλίου 2007 και της 1ης Ιουνίου 2007.

(6) Στις 28 Ιουνίου 2007 και στις 24 Οκτωβρίου 2007, έλαβαν χώρα δύο συνεδριάσεις με τις ιταλικές αρχές και τους εκπροσώπους των PI. Μετά από την τελευταία συνάντηση, η Επιτροπή έθεσε νέα ερωτήματα με επιστολή της 25ης Οκτωβρίου 2007, στα οποία η Ιταλία απάντησε στις 27 Νοεμβρίου 2007.

---

[1] ΕΕ C 290 της 29.11.2006, σ. 8.

[2] Όπου το χρεωστικό επιτόκιο είναι η αμοιβή που χορηγεί το Δημόσιο Ταμείο για το καταβληθέν ρευστό, και το πιστωτικό επιτόκιο είναι το επιτόκιο που χορηγείται από τα PI στους κατόχους ταχυδρομικού τρεχούμενου λογαριασμού.

[3] Βλέπε υποσημείωση 1.

(7) Η Ιταλία έστειλε πρόσθετες πληροφορίες στις 29 Φεβρουαρίου 2008, και στις 4 Μαρτίου 2008, έλαβε χώρα συνεδρίαση μεταξύ των ιταλικών αρχών και της Επιτροπής.

(8) Η Επιτροπή έθεσε νέα ερωτήματα στις 5 Μαρτίου 2008 και στις 3 Απριλίου 2008, στα οποία η Ιταλία απάντησε αντιστοίχως στις 7 Μαρτίου 2008 και στις 23 Απριλίου 2008.

2. ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ ΤΩΝ PI ΚΑΙ ΤΗΣ BANCOPOSTA (ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΤΜΗΜΑΤΟΣ ΤΩΝ PI) — ΕΝΔΙΑΦΕΡΟΜΕΝΕΣ ΑΓΟΡΕΣ

(9) Τα PI είναι ο πάροχος των γενικών ταχυδρομικών υπηρεσιών στην Ιταλία και εκπληρώνει την υποχρέωση των γενικών ταχυδρομικών υπηρεσιών ([4]) κατά την έννοια του εθνικού δικαίου ([5]), σχετικά με τις γενικές ταχυδρομικές υπηρεσίες. Σήμερα, οι χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες δεν περιλαμβάνονται στην εντολή υπηρεσίας γενικού οικονομικού συμφέροντος που έχει ανατεθεί στα PI.

(10) Τα PI, εκτός της παροχής των γενικών ταχυδρομικών υπηρεσιών, είναι σε θέση να προσφέρουν προϊόντα και ολοκληρωμένες υπηρεσίες τηλεπικοινωνιών, υλικοτεχνικές και χρηματοοικονομικές σε όλη την επικράτεια. Τα βασικά στοιχεία για το 2006 είναι ([6]):

Σύνολο εργαζομένων (ετήσιος μέσος όρος)	151 470
Περιοχές	9
Θυγατρικές	140
Ταχυδρομικά γραφεία	13 893

ΒΑΣΙΚΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΤΟΥ ΟΜΙΛΟΥ POSTE ITALIANE	*εκατ. ευρώ*
Συνολικά έσοδα	17 055,6
Έσοδα από πωλήσεις και παροχές υπηρεσιών, εκ των οποίων:	15 932,2
— από ταχυδρομικές υπηρεσίες	5 339,4
— από χρηματοοικονομικές υπηρεσίες	4 382,5
— από ασφαλιστικές υπηρεσίες	5 993,6
— από άλλες υπηρεσίες	216,7
Άλλα έσοδα	1 123,3
Καθαρό κέρδος	675,7

ΤΑΧΥΔΡΟΜΙΚΟΣ ΤΟΜΕΑΣ	*όγκος (αριθμός τεμαχίων)*
Προϊόντα και υπηρεσίες	
Αλληλογραφία (ταχυδρομείο κανονικό, προτεραιότητας, συστημένα, δηλωμένης αξίας, επιδόσεις δικαστικών πράξεων, άλλο καταχωρισμένο ταχυδρομείο)	3 522 792 200
Εμπορικό ταχυδρομείο (Postatarget, κατάλογοι, ταχυδρομείο χωρίς διεύθυνση, κ.λπ.)	1 887 699 700
Περιοδικά (έντυπα, gadgets, βιβλία, κ.λπ.)	1 216 045 800
Ηλεκτρονικές επικοινωνίες (τηλεγραφήματα, φαξ, τέλεξ)	17 442 800
Υπηρεσίες ταχυμεταφοράς (Poste Italiane και Sda)	46 284 600
Δέματα	16 052 000

ΤΑΧΥΔΡΟΜΙΚΟ ΤΑΜΙΕΥΤΗΡΙΟ	
Βιβλιάρια ταμιευτηρίου, έντοκα γραμμάτια και ταχυδρομικοί τρεχούμενοι λογαριασμοί: Συνολικό ποσό	282 408 εκατ. ευρώ
Ασφάλειες ζωής: ποσά	5 989 εκατ. ευρώ
Λογαριασμός BancoPosta: αριθμός υφιστάμενων τρεχούμενων λογαριασμών	4 880 000
Κάρτα Postepay: αριθμός εκδοθεισών καρτών	2 801 000

([4]) Οι γενικές ταχυδρομικές υπηρεσίες περιλαμβάνουν τη συλλογή, τη μεταφορά, τη διαλογή και τη διανομή ταχυδρομικών αποστολών μέχρι 2 κιλών και ταχυδρομικών δεμάτων μέχρι 20 κιλών, καθώς και τις υπηρεσίες σχετικά με συστημένες αποστολές και αποστολές με δηλωμένη αξία.

([5]) Νομοθετικό διάταγμα αριθ. 261, της 22ας Ιουλίου 1999, στην GURI 182 της 5.8.1999 και διάταγμα της 17ης Απριλίου 2000, του Υπουργείου Επικοινωνιών που δημοσιεύθηκε στην GURI 102 της 4.5.2000.

([6]) *Πηγή*: Ιστότοπος PI, Φεβρουάριος 2008.

(11) Σύμφωνα με τον ισολογισμό των ΡΙ, το 2006 η συμμετοχή των ταχυδρομικών υπηρεσιών στα συνολικά έσοδα του ομίλου ανήλθε σε 33,5 %. Το 27,5 % των συνολικών εσόδων προέκυψε από τις χρηματοοικονομικές υπηρεσίες και το 37,6 % από τις υπηρεσίες ασφαλίσεων. Οι χρηματοοικονομικές υπηρεσίες και οι υπηρεσίες ασφαλίσεων συνεισέφεραν αντιστοίχως το 82,0 % και το 18,7 % του αποτελέσματος εκμετάλλευσης του ομίλου ΡΙ. Οι ταχυδρομικές υπηρεσίες παρουσίασαν ζημία εκμετάλλευσης 4 εκατ. ευρώ.

(12) Οι τραπεζικές δραστηριότητες των ΡΙ διεξήχθησαν μέσω του πλήρως καθετοποιημένου τμήματος Bancoposta.

(13) Πριν από τον Δεκέμβριο 2003, τα ΡΙ ανήκαν κατά 100 % στο ιταλικό κράτος. Τον Δεκέμβριο 2003, το ιταλικό κράτος όρισε τη μεταφορά του 35 % του εταιρικού κεφαλαίου των ΡΙ στο Cassa Depositi e Prestiti (CDP) (Ταμείο Παρακαταθηκών και Δανείων). Το CDP μετατράπηκε από κρατική υπηρεσία σε ανώνυμη εταιρεία, στο τέλος του 2003. Έκτοτε, παρά τη μεταφορά του 30 % του μετοχικού κεφαλαίου του σε 65 πιστωτικά ιδρύματα ([7]), το CDP παραμένει υπό κρατικό έλεγχο.

(14) Τα Ιταλικά Ταχυδρομεία είναι πρόσωπο ιδιωτικού δικαίου, ελεγχόμενο από το κράτος.

2.1. **Ταχυδρομικές υπηρεσίες**

(15) Σύμφωνα με πρόσφατη μελέτη ([8]), η ιταλική ταχυδρομική αγορά ήταν σχετικώς ανοιχτή πριν από την εφαρμογή της πρώτης ταχυδρομικής οδηγίας ([9]). Φορείς ξεχωριστοί από τα ΡΙ μπορούσαν ήδη να διανείμουν διαφημιστική με συγκεκριμένη διεύθυνση αλληλογραφία και «υβριδικό» ταχυδρομείο. Επιπλέον, ορισμένοι τοπικοί ταχυδρομικοί φορείς δραστηριοποιούνταν στη διανομή αλληλογραφίας στο πλαίσιο μιας σχέσης υπεργολαβίας με τα ΡΙ. Μετά την εφαρμογή της οδηγίας 97/67/ΕΚ σχετικά με τις ταχυδρομικές υπηρεσίες, οι λεπτομέρειες διανομής του υβριδικού ταχυδρομείου περιλήφθηκαν μεταξύ των αποκλειστικών υπηρεσιών με επακόλουθη διακοπή των σχέσεων υπεργολαβίας. Το διασυνοριακό ταχυδρομείο εισόδου και εξόδου αποτελεί αναπόσπαστο τμήμα του πλαισίου που διατηρούν τα ΡΙ. Την 1η Ιανουαρίου 2003 μεταφέρθηκε στο ιταλικό δίκαιο η δεύτερη ταχυδρομική οδηγία ([10]) που προβλέπει την πλήρη ολοκλήρωση της εσωτερικής ταχυδρομικής αγοράς μέχρι την 1η Ιανουαρίου 2009, με περιορισμό των αποκλειστικών προϊόντων μέχρι τα 100 γραμμάρια για την αλληλογραφία και το τριπλάσιο του βασικού τέλους του ταχυδρομείου με προτεραιότητα. Από την 1η Ιανουαρίου 2006 η αποκλειστικότητα που αναγνωρίζεται στα ΡΙ περιλαμβάνει την αποστολή αλληλογραφίας με τιμή μέχρι δυόμιση φορές το βασικό τέλος του ταχυδρομείου με προτεραιότητα και βάρος μέχρι 50 γραμμάρια ([11]). Η ταχυδρομική αγορά είναι τώρα εκ των πραγμάτων σχετικά ανοιχτή, με απελευθερωμένη πλέον την παράδοση της άμεσης διαφήμισης δι' αλληλογραφίας. Οι κανόνες εισόδου δεν θεωρούνται αυστηροί ([12]).

(16) Στις 19 Οκτωβρίου 2006, η Επιτροπή πρότεινε μια νέα ταχυδρομική οδηγία για την πλήρη υλοποίηση της εσωτερικής αγοράς των κοινοτικών ταχυδρομικών υπηρεσιών. Η οδηγία αυτή τέθηκε σε ισχύ στις 27 Φεβρουαρίου 2008 και προβλέπει την κατάργηση των προβλεπόμενων από τον νόμο μονοπωλίων στις ταχυδρομικές υπηρεσίες μέχρι τις 31 Δεκεμβρίου 2010, με δυνατότητα για ορισμένα κράτη μέλη παράτασης της προθεσμίας μέχρι τις 31 Δεκεμβρίου 2012 ([13]).

([7]) Σύμφωνα με το άρθρο 5 του νομοθετικού διατάγματος αριθ. 269, της 30ής Σεπτεμβρίου 2003, και του νόμου μετατροπής αριθ. 326, της 24ης Νοεμβρίου 2003, οι μετοχές του CDP SpA χορηγούνται στο κράτος. Επιπλέον, τα πιστωτικά ιδρύματα και άλλοι δημόσιοι ή ιδιωτικοί φορείς δύνανται να κατέχουν μερίδια συνολικά μειοψηφικά του κεφαλαίου του CDP SpA.

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

([9]) Οδηγία 97/67/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 15ης Δεκεμβρίου 1997, σχετικά με τους κοινούς κανόνες για την ανάπτυξη της εσωτερικής αγοράς κοινοτικών ταχυδρομικών υπηρεσιών και τη βελτίωση της ποιότητας των παρεχομένων υπηρεσιών (ΕΕ L 15 της 21.1.1998, σ. 14).

([10]) Οδηγία 2002/39/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 10ης Ιουνίου 2002, για την τροποποίηση της οδηγίας 97/67/ΕΚ, όσον αφορά το περαιτέρω άνοιγμα των κοινοτικών ταχυδρομικών υπηρεσιών στον ανταγωνισμό (ΕΕ L 176 της 5.7.2002, σ. 21).

([11]) Νομοθετικό διάταγμα αριθ. 383, της 23ης Δεκεμβρίου 2003, που δημοσιεύθηκε στην GURI 22 της 28.1.2004.

([12]) Βλέπε υποσημείωση 8.

([13]) Οδηγία 2008/6/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 20ής Φεβρουαρίου 2008, για την τροποποίηση της οδηγίας 97/67/ΕΚ, σχετικά με την πλήρη υλοποίηση της εσωτερικής αγοράς κοινοτικών ταχυδρομικών υπηρεσιών (ΕΕ L 52 της 27.2.2008, σ. 3).

2.2. **Χρηματοοικονομικές υπηρεσίες**

(17) Με το Διάταγμα του Προέδρου της Δημοκρατίας αριθ. 144, της 14ης Μαρτίου 2001, ρυθμίστηκαν οι τραπεζικές και χρηματοοικονομικές υπηρεσίες που μπορούν να προσφέρουν τα ΡΙ, στις οποίες συνίστανται οι δραστηριότητες της Bancoposta. Αυτές οι δραστηριότητες περιλαμβάνουν: κατάθεση αποταμιεύσεων από το κοινό υπό οιαδήποτε μορφή, παροχή υπηρεσιών πληρωμής, χρηματιστηριακές υπηρεσίες, προώθηση και τοποθέτηση χρηματοδοτήσεων που χορηγούνται από τράπεζες και από άλλους εξουσιοδοτημένους ενδιάμεσους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς, παροχή ορισμένων υπηρεσιών επενδύσεων (διαπραγμάτευση για λογαριασμό τρίτων και τοποθέτηση και συγκέντρωση παραγγελιών, με εξαίρεση ωστόσο της διαπραγμάτευσης για ίδιο λογαριασμό και της διαχείρισης περιουσιών σε ατομική βάση, τουλάχιστον μέχρι το 2007). Αποκλείεται ρητώς η άσκηση από μέρους των ΡΙ δραστηριοτήτων χρηματοδότησης.

(18) Η Bancoposta μπορεί να θεωρηθεί ως ίδρυμα αποταμίευσης και ενδιάμεσος χρηματοπιστωτικός οργανισμός. Παρότι δεν είναι τράπεζα, χρησιμοποιεί τα πολυάριθμα ταχυδρομικά γραφεία των ΡΙ για τη λειτουργία της και για να προσφέρει τραπεζικά και άλλα χρηματοοικονομικά προϊόντα.

(19) Τα 13 893 ταχυδρομικά γραφεία, κατά μέσον όρο τουλάχιστον ένα ανά δήμο, που καθιστούν τα ΡΙ το πιο μεγάλο τραπεζικό δίκτυο στην Ιταλία, πρέπει να θεωρηθούν μάλλον πλεονέκτημα παρά βάρος: τα έξοδά τους καλύπτονται κυρίως από τις χρηματοοικονομικές υπηρεσίες, και θεωρείται συνεπώς ότι δεν συνιστούν βάρος για τον πάροχο των γενικών υπηρεσιών ([14]).

(20) Σε έκθεση που δημοσιεύθηκε το 2004, το πρακτορείο αξιολόγησης Fitch δηλώνει ότι τα ΡΙ/Bancoposta διαθέτουν την ικανότητα να προσεγγίσουν ολόκληρο τον ιταλικό πληθυσμό, πράγμα που δεν μπορεί να το κατορθώσει καμία εθνική τράπεζα ([15]). Το γραφείο θεωρεί επίσης ότι τα ΡΙ έθεσαν την ανάπτυξη των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών στο κέντρο της στρατηγικής τους.

(21) Τα ΡΙ προσφέρουν μια ευρεία δέσμη χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, ανταγωνιστικών προς εκείνες που προσφέρει το τραπεζικό σύστημα:

— Υπηρεσίες καταθέσεων ταμιευτηρίου, άμεσων, έμμεσων και σχετικές χορηγήσεις,

— Υπηρεσίες πληρωμών,

— Τοποθέτηση χρηματοοικονομικών και επενδυτικών προϊόντων.

(22) Μέσω των ταχυδρομικών τρεχούμενων λογαριασμών τα ΡΙ διεξάγουν δραστηριότητες άμεσης κατάθεσης ταμιευτηρίου. Ο πίνακας 1 εμφανίζει το μέσο ετήσιο απόθεμα των χορηγήσεων των ταχυδρομικών τρεχούμενων λογαριασμών την περίοδο 1995-2006:

Πίνακας 1

(σε δισεκατ. ευρώ)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Μέσο ετήσιο απόθεμα	[…] (*)	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]

(*) Η πληροφορία προστατεύεται από υπηρεσιακό απόρρητο.

(23) Το 2001, τα ΡΙ σύστησαν τον λογαριασμό BancoPosta, έναν τρεχούμενο ταχυδρομικό λογαριασμό με χαρακτηριστικά όμοια με εκείνα ενός κοινού τραπεζικού λογαριασμού. Πριν από τον λογαριασμό BancoPosta, ο τρεχούμενος ταχυδρομικός λογαριασμός δεν αποτελούσε ένα κατάλληλο μέσο *retail*, λόγω έλλειψης των συναφών υπηρεσιών (π.χ. πιστωτικών και χρεωστικών καρτών), και προοριζόταν κυρίως για τη δημόσια διοίκηση και τις εταιρείες μεγάλης τιμολόγησης (δηλ. εθνικές υπηρεσίες δημόσιας ωφέλειας).

([14]) Βλέπε τη μελέτη της *PriceWaterhouseCoopers, The Impact on Universal Service of the Full Market Accomplishment of the Postal Internal Market in 2009,* Final Report, Μάιος 2006.

([15]) *FitchRatings,* Ειδική έκθεση της 9.7.2004, *The European Regulated Mail Sector: Tomorrow's Deliveries.*

(24) Σύμφωνα με τα στοιχεία που διαβίβασε η Ιταλία, το μερίδιο αγοράς του ιταλικού ταχυδρομικού τρεχούμενου λογαριασμού στην ιταλική αγορά τρεχούμενων λογαριασμών, για την περίοδο 2000-2007, ήταν το ακόλουθο:

Ημερομηνία λογιστικής εγγραφής	Μερίδιο αγοράς
31 Δεκεμβρίου 2000	[3-8] %
31 Δεκεμβρίου 2001	[3-8] %
31 Δεκεμβρίου 2002	[3-8] %
31 Δεκεμβρίου 2003	[3-8] %
31 Δεκεμβρίου 2004	[3-8] %
31 Δεκεμβρίου 2005	[3-8] %
31 Δεκεμβρίου 2006	[3-8] %
31 Δεκεμβρίου 2007	[3-8] %

(25) Η ABI αναφέρει ότι οι άμεσες καταθέσεις των ΡΙ αυξήθηκαν με ρυθμούς ταχύτερους από εκείνους των καταθέσεων στις ανταγωνίστριες τράπεζες. Την περίοδο 1999-2004 το ποσοστό αύξησης των άμεσων τραπεζικών καταθέσεων ανήλθε σε 36 % περίπου, έναντι αύξησης 94 % των ταχυδρομικών τρεχούμενων λογαριασμών ([16]). Η ABI υποστηρίζει ότι η αύξηση των άμεσων καταθέσεων στα ΡΙ μείωσε σημαντικά τις καταθέσεις στο τραπεζικό σύστημα: το 1999 οι ταχυδρομικοί τρεχούμενοι λογαριασμοί αντιπροσώπευαν το 2,2 % της αγοράς άμεσων καταθέσεων (τραπεζικών και ταχυδρομικών), το δε 2004 το ποσοστό αυτό ανήλθε σε 3,1 %. Η ABI φρονεί ότι η μεγαλύτερη επιτυχία των ταχυδρομικών τρεχούμενων λογαριασμών σε σχέση με τους τραπεζικούς οφείλεται κυρίως στους ευνοϊκούς όρους που προσφέρουν τα ΡΙ στους καταθέτες τους, για αντίστοιχες υπηρεσίες. Για παράδειγμα, η μέση απόδοση των τραπεζικών τρεχούμενων λογαριασμών ανέρχεται περίπου σε 0,6 %-0,7 %, έναντι του 1 % που προσέφερε ο τρεχούμενος λογαριασμός BancoPosta, στις αρχές 2005.

(26) Πέραν των άμεσων καταθέσεων μέσω των ταχυδρομικών τρεχούμενων λογαριασμών, τα ΡΙ ασκούν δραστηριότητα έμμεσων καταθέσεων με το ταχυδρομικό ταμιευτήριο (τοποθέτηση των βιβλιαρίων και των έντοκων ταχυδρομικών γραμματίων για λογαριασμό του CDP).

(27) Τα τελευταία χρόνια, επιπλέον, τα ΡΙ διεύρυναν αισθητά τη δέσμη των μέσων πληρωμής που προσφέρουν στην πελατεία τους, τοποθετώντας δίπλα στα παραδοσιακά ταχυδρομικά μέσα (ταχυδρομικά δελτία και ταχυδρομικές επιταγές) τα μέσα που στο παρελθόν προσφέρονταν κανονικά από τις τράπεζες (χρεωστικές και πιστωτικές κάρτες, εμβάσματα, υπηρεσίες χρέωσης σε λογαριασμό για την πληρωμή λογαριασμών) ([17]).

(28) Τέλος, τα ΡΙ τοποθετούν τα ακόλουθα χρηματοπιστωτικά και επενδυτικά προϊόντα:

— ομολογίες εκδοθείσες από τράπεζες και από το CDP,

— ασφαλιστήρια που εκδίδονται από την Poste Vita ([18]),

— αμοιβαία κεφάλαια της Bancoposta Fondi SGR, εταιρείας χαρτοφυλακίου ([19]),

— χρηματοδοτήσεις για λογαριασμό τρίτων. Προσφέρονται προσωπικά και στεγαστικά δάνεια για λογαριασμό τραπεζών.

([16]) Η ABI υπολογίζει το ποσοστό του 94 % βάσει της περιουσιακής κατάστασης των ΡΙ. Σύμφωνα με τους υπολογισμούς της ABI, η σχέση ταχυδρομικών τρεχούμενων λογαριασμών και συνόλου τραπεζικών και ταχυδρομικών τρεχούμενων λογαριασμών το 1999 και το 2004 ήταν αντιστοίχως 4,6 % και 6,2 %.

([17]) Σε ορισμένες περιπτώσεις (χρεωστικές κάρτες και υπηρεσίες χρέωσης σε λογαριασμό) η υπηρεσία προσφέρεται απευθείας από τα ΡΙ. Σε άλλες περιπτώσεις τα ΡΙ δρουν ως διανομέας υπηρεσιών παραγόμενων από τρίτους (π.χ. πιστωτικές κάρτες που διανέμονται για λογαριασμό φορέων του τραπεζικού τομέα).

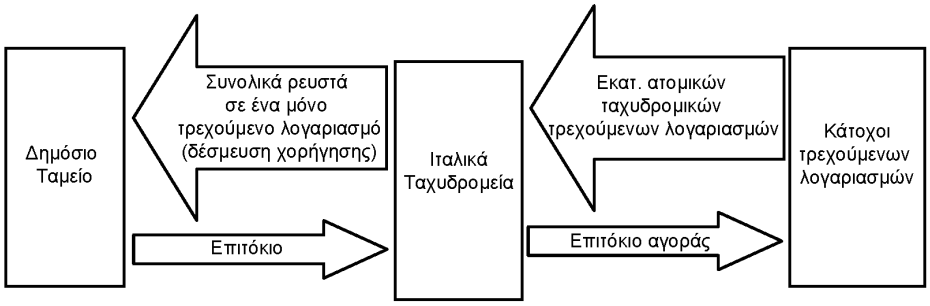
([18]) Η Poste Vita SpA ελέγχεται κατά 100 % από τα ΡΙ.

([19]) Η Bancoposta Fondi SpA SGR ελέγχεται κατά 100 % από τα ΡΙ.

3. ΜΕΤΡΑ ΠΟΥ ΥΠΟΚΕΙΝΤΑΙ ΣΕ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ

(29) Η γραφική παράσταση που ακολουθεί σκιαγραφεί τις σχέσεις μεταξύ των ΡΙ και του Δημοσίου μετά από το διάταγμα της 5ης Δεκεμβρίου 2003 ([20]).

Γραφική παράσταση 1



(30) Σ' αυτό το πλαίσιο, το μέτρο που υπόκειται σε αξιολόγηση με την παρούσα απόφαση είναι ο νόμος αριθ. 266, της 23ης Δεκεμβρίου 2005 ([21]) («νόμος για τον προϋπολογισμό 2006»), ο οποίος εφαρμόστηκε με συμφωνία μεταξύ του Υπουργείου Οικονομίας και Οικονομικών και των Ιταλικών Ταχυδρομείων, στις 23 Φεβρουαρίου 2006, (που καλείται στο εξής: «συμφωνία»).

(31) Ο νόμος για τον προϋπολογισμό 2006 ορίζει ότι το Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών και τα ΡΙ καθορίζουν τις παραμέτρους της αγοράς και τις λεπτομέρειες του υπολογισμού του επιτοκίου προς εφαρμογή στα διαθέσιμα των ταχυδρομικών τρεχούμενων λογαριασμών που βρίσκονται στο Δημόσιο Ταμείο, προβλέποντας επίσης μείωση κατά τουλάχιστον 150 εκατ. ευρώ σε σχέση με τους τόκους που οφείλονταν από το Υπουργείο κατά το 2005.

(32) Η συμφωνία ορίζει τους συγκεκριμένους τρόπους υπολογισμού των επιτοκίων απόδοσης, για μια τριετή διάρκεια, τέθηκε σε ισχύ στις 4 Απριλίου 2006 ([22]) και έχει αναδρομική ισχύ, από την 1η Ιανουαρίου 2005. Η συμφωνία λήγει στις 4 Απριλίου 2009. Η ετήσια απόδοση υπολογίζεται κυρίως ως η μέση σταθμισμένη απόδοση των μέσων ετησίων αποδόσεων των BTP ([23]) 30 ετών (συμμετοχή στη στάθμιση 80 %) και 10 ετών (συμμετοχή στη στάθμιση 10 %), και των BOT ([24]) 12 μηνών (συμμετοχή στη στάθμιση 10 %). Οι μέσες ετήσιες αποδόσεις των κρατικών ομολόγων που χρησιμοποιούνται στη συμφωνία προέκυψαν από τον υπολογισμού του απλού αριθμητικού μέσου όρου (άθροισμα 24 δειγμάτων/24) των δεικτών απόδοσης που διαπιστώθηκαν την 1η και την 15η κάθε μηνός από την MTS SpA (εταιρεία που διαχειρίζεται την ηλεκτρονική πλατφόρμα για τη διαπραγμάτευση των ιταλικών κρατικών ομολόγων και άλλων τίτλων σταθερής απόδοσης). Η δεκαπενθήμερη ενημέρωση των παραμέτρων σημαίνει ότι οι αποδόσεις είναι εκ των πραγμάτων μεταβλητές και κυμαινόμενες. Επιπλέον, σε περίπτωση μετακινήσεων της καμπύλης των δεικτών τέτοιων ώστε να τροποποιούνται οι σχέσεις μεταξύ των βραχυπρόθεσμων και των μακροπρόθεσμων επιτοκίων, τα ΡΙ έχουν τη δυνατότητα να ζητήσουν την αναθεώρηση του καλαθιού. Όλα τα μέρη μπορούν να αποσυρθούν από τη συμφωνία ειδοποιώντας το άλλο μέρος τουλάχιστον έξι μήνες πριν από την 31η Δεκεμβρίου κάθε έτους.

(33) Η εφαρμογή της μεθόδου της συμφωνίας έδωσε τα ακόλουθα αποτελέσματα:

	2005	2006	2007
Δείκτης απόδοσης (%)	3,90	4,25	4,70
Τόκοι (εκατ. ευρώ)	1 336 ([1])	1 516	1 012

([1]) Το ποσό σχετικά με το έτος 2004 ανήλθε σε 1 356 εκατ. ευρώ. Εάν στο 2005 είχε εφαρμοστεί ο νόμος που ίσχυε το 2004 οι προς καταβολή τόκοι θα ήταν ανώτεροι κατά τουλάχιστον 150 εκατ. ευρώ.

([20]) Που δημοσιεύθηκε στην GURI 288 της 12.12.2003.
([21]) Που δημοσιεύθηκε στην GURI 302 της 29.12.2005 — Τακτικό συμπλήρωμα αριθ. 211. Ο νόμος έχει αναδρομική ισχύ από την 1η Ιανουαρίου 2005.
([22]) Η συμφωνία εγκρίθηκε με υπουργικό διάταγμα, στις 3 Απριλίου 2006.
([23]) Buoni del Tesoro Poliennali (Έντοκα Πολυετή Γραμμάτια του Δημοσίου).
([24]) Buoni Ordinari del Tesoro (Έντοκα Γραμμάτια του Δημοσίου).

(34) Οι τόκοι των ετών 2005 και 2006 καταβλήθηκαν αντιστοίχως το 2006 και το 2007. Σύμφωνα με τις ιταλικές αρχές, το ποσό σχετικά με το έτος 2007 δεν έχει ακόμα καταβληθεί.

(35) Τα προκύπτοντα από τους ταχυδρομικούς τρεχούμενους λογαριασμούς ποσά έπρεπε να επανακαταβληθούν στο Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών/Δημόσιο (πρόκειται για την καλούμενη «υποχρέωση χορήγησης») ([25]).

(36) Με τον νόμο αριθ. 296 της 27ης Δεκεμβρίου 2006 ([26]) («νόμος για τον προϋπολογισμό 2007»), η Ιταλία άλλαξε τον μηχανισμό απόδοσης που προβλέπεται στον νόμο για τον προϋπολογισμό 2006. Σύμφωνα με τον νέο νόμο, τα ποσά που προέρχονται από τις καταθέσεις των ιδιωτών (ποσά αντληθέντα από τους ταχυδρομικούς τρεχούμενους λογαριασμούς που δεν ανήκουν στη δημόσια διοίκηση) επενδύονται σε κυβερνητικά χρεόγραφα της ευρωζώνης με μέριμνα των ΡΙ ([27]). Ο νέος νόμος καταργεί τον περιορισμό σε χρήση από τα ΡΙ μόνο στη συγκέντρωση πόρων από ιδιώτες. Η προοδευτική υλοποίηση της νέας κατάστασης προβλέπεται από τον νόμο μέχρι την 31η Δεκεμβρίου 2007. Ο νόμος για τον προϋπολογισμό 2007 διατηρεί αντιθέτως αναλλοίωτη την επένδυση της ρευστότητας που προκύπτει από τη μη ιδιωτική πελατεία (περίπου το 25-30 %).

4. ΛΟΓΟΙ ΠΟΥ ΟΔΗΓΗΣΑΝ ΣΤΗΝ ΚΙΝΗΣΗ ΤΗΣ ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑΣ

(37) Στην απόφαση του Σεπτεμβρίου 2006 η Επιτροπή παρατήρησε ότι, κατά την αξιολόγηση, εάν υπάρχει ένα πλεονέκτημα υπέρ των ΡΙ, θα ήταν θεωρητικά σημαντικό να αναλυθούν τα στοιχεία που συνιστούν το θετικό περιθώριο των ΡΙ που προκύπτει από τη διαφορά μεταξύ του χρεωστικού και του πιστωτικού επιτοκίου ([28]). Όμως, η απόφαση κίνησης της διαδικασίας κατέληγε ήδη στο τυπικό συμπέρασμα ότι, στην παρούσα περίπτωση, το πλεονέκτημα μπορεί να προέρχεται αποκλειστικά από το χρεωστικό επιτόκιο.

(38) Συνεπώς, η Επιτροπή εξέφρασε αμφιβολίες σχετικά με το κατά πόσον το σύστημα για τον προσδιορισμό του επιτοκίου για τα υφιστάμενα αποθέματα των τρεχούμενων λογαριασμών στο Δημόσιο Ταμείο από το 2005 συνιστά μια κατάλληλη αναφορά της αγοράς.

(39) Η Επιτροπή παρατήρησε σε ότι για να προσδιοριστεί το επιτόκιο της αγοράς θα πρέπει κατά κανόνα να ληφθεί υπόψη το επιτόκιο που ένας ιδιώτης δανειολήπτης θα ήταν διατεθειμένος να καταβάλει στα ΡΙ για την κατατεθειμένη ρευστότητα, σε συνάρτηση με τη φύση και το ποσό της. Το επιτόκιο που καθορίζεται από τη συμφωνία θα μπορούσε να μην είναι το επιτόκιο της αγοράς. Η Επιτροπή παρατήρησε ιδίως ότι η κατάθεση των ΡΙ στο Δημόσιο ήταν σε τρεχούμενο λογαριασμό. Το Δημόσιο και όχι τα ΡΙ αναλάμβαναν τον κίνδυνο της ρευστότητας που συνδέεται με τα κατατεθειμένα ποσά. Επιπλέον, οι κατατεθειμένοι σε τρεχούμενο λογαριασμό του Δημοσίου συγκεντρωμένοι πόροι χρησιμοποιούνταν για να χρηματοδοτηθούν τακτικές απαιτήσεις του προϋπολογισμού. Έπειτα, δεν ήταν σαφές εάν το μέσο χρηματοδότησης που η Ιταλία θα χρησιμοποιούσε, στην περίπτωση που θα έπρεπε να προβεί στην αντικατάσταση της τρέχουσας μορφής συγκέντρωσης μέσω των ΡΙ θα αποτελείτο οπωσδήποτε και κυρίως από χρεόγραφα μακράς διάρκειας. Επιπλέον, παρά την επιμονή της Ιταλίας όσον αφορά την πρόσφατη αύξηση της συγκέντρωσης πόρων στους ταχυδρομικούς τρεχούμενους λογαριασμούς προς επιβεβαίωση της σταθερότητας των διαθέσιμων για το Δημόσιο πόρων, το επίπεδο των αποθεμάτων στη διάθεση του CDP και του Δημοσίου έχει υποστεί εκ των πραγμάτων σημαντικές μεταβολές με την πάροδο του χρόνου.

(40) Επιπλέον, η Επιτροπή δεν μπορούσε να αποκλείσει –δεδομένης της ιδιομορφίας των ΡΙ τα οποία υπόκεινται στην κανονιστική υποχρέωση να καταβάλουν στο κράτος τη συγκέντρωση από τους τρεχούμενους λογαριασμούς– το ενδεχόμενο της αδυναμίας σύγκρισης στην αγορά. Υπό αυτές τις προϋποθέσεις, η Επιτροπή έπρεπε να προσδιορίσει το κόστος διαχείρισης του λογαριασμού για τα ΡΙ (πράγμα εφικτό με ένα καλό σύστημα αναλυτικής λογιστικής) και να προσθέσει ένα λογικό περιθώριο. Το άθροισμα θα έδινε ένα ad hoc επιτόκιο «της αγοράς». Μια τέτοια προσέγγιση θα ήταν δικαιολογημένη ακόμη και αν η Επιτροπή έπρεπε να θεωρήσει ότι τα ΡΙ λειτουργούν ως απλός δίαυλος συγκέντρωσης πόρων για το κράτος, μέσω του πυκνού τους δικτύου ταχυδρομικών γραφείων.

(41) Εάν ο νόμος για τον προϋπολογισμό 2006 και η συμφωνία είχαν παραγάγει κρατικές ενισχύσεις, αυτές θα ήταν, κατά την άποψη της Επιτροπής, νέες, παράνομες και ασύμβατες.

5. ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ ΤΩΝ ΤΡΙΤΩΝ ΕΝΔΙΑΦΕΡΟΜΕΝΩΝ

(42) Με επιστολή της 27ης Δεκεμβρίου 2006, η ABI υπέβαλε τις ακόλουθες παρατηρήσεις.

([25]) Η υπηρεσία των ταχυδρομικών τρεχούμενων λογαριασμών διήπετο κυρίως από έναν νόμο του 1917, που δημοσιεύθηκε στην GURI 219 της 6.9.1917, και τροποποιήθηκε με το νομοθετικό διάταγμα υπηρεσιακής αρχής αριθ. 822, της 22ας Νοεμβρίου 1945, που δημοσιεύθηκε στην GURI 12 της 15.1.1946. Μέχρι το 2003 το εν λόγω διάταγμα προέβλεπε ότι τα αντληθέντα κονδύλια μέσω των ταχυδρομικών τρεχούμενων λογαριασμών έπρεπε να κατατεθούν σε έντοκο τρεχούμενο λογαριασμό του CDP, με επιτόκιο που αντιστοιχούσε στο μέσο ετήσιο επιτόκιο που το Δημόσιο Ταμείο λάμβανε από το σύνολο των κεφαλαίων που διαχειριζόταν το ίδιο, αφαιρουμένων 15 εκατοστιαίων μονάδων. Μετά από το διάταγμα της 5ης Δεκεμβρίου 2003, το Δημόσιο Ταμείο αντικατέστησε το CDP στις υπάρχουσες σχέσεις που προέκυπταν από την υπηρεσία των ταχυδρομικών τρεχούμενων λογαριασμών. Η δέσμευση προβλέπεται στο άρθρο 14 του προαναφερθέντος νόμου του 1917.

([26]) Που δημοσιεύθηκε στην GURI 299 της 27.12.2006.

([27]) Σύμφωνα με τις ιταλικές αρχές, η δραστηριότητα άντλησης των ιδιωτικών τρεχούμενων λογαριασμών αντιπροσωπεύει περίπου το 70-75 % της συνολικής άντλησης.

([28]) Βλέπε υποσημείωση 2.

(43) Η ABI παρατηρεί ότι τα κατατεθειμένα στο Δημόσιο ποσά αντιπροσωπεύουν ένα χρέος που το Δημόσιο εξοφλεί κατά το επόμενο από την κατάθεση των ποσών έτος. Όπως επισημαίνει η Επιτροπή στην απόφαση του Σεπτεμβρίου 2006, το Δημόσιο και όχι τα ΡΙ αναλαμβάνουν τον κίνδυνο ρευστότητας που συνδέεται με τα κατατεθειμένα ποσά. Τούτο σημαίνει ότι, σε περίπτωση που μειώνονταν τα μεταφερθέντα ποσά σε σύγκριση με το προηγούμενο έτος, το Δημόσιο θα πρέπει να ανταμείψει την Bancoposta για την πράξη βάσει του συμφωνηθέντος επιτοκίου και να επιστρέψει στα ΡΙ τη διαφορά μεταξύ των κατατεθειμένων ποσών.

(44) Κατά την άποψη της ABI, η εν λόγω συγκέντρωση δεν μπορεί να θεωρηθεί παρά βραχυπρόθεσμη. Σ'αυτό πρέπει να προστεθεί το ότι οι πόροι χρησιμοποιούνται για τη χρηματοδότηση τακτικών απαιτήσεων του προϋπολογισμού.

(45) Σύμφωνα με το υπουργικό διάταγμα της 5ης Δεκεμβρίου 2003, το CDP άνοιξε δύο έντοκους τρεχούμενους λογαριασμούς στο Δημόσιο, στους οποίους υπολογιζόταν εξαμηνιαίος τόκος με επιτόκιο μεταβλητό ίσο με τον απλό αριθμητικό μέσο όρο μεταξύ της ακαθάριστης απόδοσης των BOT 6 μηνών και της διακύμανσης του μηνιαίου δείκτη Rendistato ([29]).

(46) Τέλος, για να αξιολογηθεί το κατά πόσον το μέτρο που χορηγείται στα ΡΙ μπορεί να θεωρηθεί κρατική ενίσχυση, πρέπει να συγκριθεί η απόδοση επί των ταχυδρομικών τρεχούμενων λογαριασμών με τα επιτόκια που εφαρμόζονται στα βραχυπρόθεσμα έντοκα γραμμάτια του δημοσίου (12 μήνες). Τον Ιανουάριο 2005, η απόδοση των BOT 12 μηνών ήταν 2,21 %, ίσον με μία διαφορά 1,69 % λιγότερο, σε σχέση με την απόδοση που χορηγείται στα ΡΙ.

6. ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ ΤΗΣ ΙΤΑΛΙΑΣ

(47) Η Ιταλία με επιστολές της 31ης Οκτωβρίου 2006, της 29ης Δεκεμβρίου 2006, της 16ης Φεβρουαρίου 2007, της 30ής Μαρτίου 2007, της 2ας Απριλίου 2007, της 1ης Ιουνίου 2007, της 27ης Νοεμβρίου 2007, της 29ης Φεβρουαρίου 2008, της 7ης Μαρτίου 2008 και της 23ης Απριλίου 2008 υπέβαλε τις ακόλουθες βασικές παρατηρήσεις.

(48) Η Ιταλία επαναλαμβάνει ότι, σύμφωνα με τον νόμο για τον προϋπολογισμό και τη συμφωνία, οι προς καταβολή στα ΡΙ τόκοι καθορίζονται σύμφωνα με παραμέτρους της αγοράς. Αυτοί οι τόκοι δεν συνεπάγονται κανένα πλεονέκτημα για τα ΡΙ.

6.1. **Μεταβολή στην εξέλιξη της ταχυδρομικής συγκέντρωσης**

(49) Η Ιταλία υποστηρίζει ότι η ανάπτυξη της ταχυδρομικής συγκέντρωσης μπορεί να συγκριθεί με εκείνη του τραπεζικού συστήματος μόνο αρχής δεδομένης από το 2001, έτος έναρξης του νέου προϊόντος *Conto BancoPosta*. Μέχρι το 2001, ο ταχυδρομικός τρεχούμενος λογαριασμός *retail* δεν μπορούσε να θεωρηθεί ως υποκατάστατο των τραπεζικών τρεχούμενων λογαριασμών λόγω της ακαταλληλότητας των συναφών υπηρεσιών (π.χ. απουσία πιστωτικών και χρεωστικών καρτών) και, χρησιμοποιείτο κυρίως από τη δημόσια διοίκηση και από εταιρείες με μεγάλη τιμολόγηση (δηλ. από εθνικές εταιρείες κοινής ωφέλειας). Σύμφωνα με την Ιταλία, τα ποσοστά αύξησης της ταχυδρομικής συγκέντρωσης από το 2001 και κατόπιν εμφανίζουν συνέπεια με το γεγονός ότι το μέσο είναι πρόσφατο.

(50) Πριν από το 2001, η εξέλιξη των αποθεμάτων –όπως η σημαντική πτώση που σημειώθηκε στο τέλος της δεκαετίας '90 ιδίως μεταξύ 1996 και 1997– επηρεάστηκε από τον νόμο αριθ. 662 της 23ης Δεκεμβρίου 1996, που επέβαλε το κλείσιμο των λογαριασμών που χρησιμοποιούνταν από το Δημόσιο για την πληρωμή των κρατικών συντάξεων, με επακόλουθη μείωση περίπου κατά 11 δισεκατ. ευρώ των αποθεμάτων την 1η Ιανουαρίου 1997. Μεταξύ 1997 και 1999 μία σειρά ετερογενών παραγόντων συνέβαλε στη μείωση των αποθεμάτων. Σύμφωνα με τις ιταλικές αρχές είναι δύσκολη η επίτευξη μιας ακριβούς αναπαράστασης των αιτίων αυτών των μεταβολών, λόγω της φύσης των ΡΙ (δημόσιος οικονομικός οργανισμός εκείνη την περίοδο) και εξωγενών πολιτικών παραγόντων. Μόνο μετά τη μετατροπή των ΡΙ σε ανώνυμη εταιρεία, το 1998, εμφανίζεται μια τακτική και σταθερή καθαρή αύξηση των αποθεμάτων.

6.2. **Φύση της συμφωνίας**

(51) Σύμφωνα με τις ιταλικές αρχές τα ΡΙ και το Δημόσιο με τη σύναψη της συμφωνίας ρύθμισαν ένα μακροπρόθεσμο μέσο, κατά τρόπο διαφανή. Όντως, η συμφωνία δεν είναι αόριστης αλλά τριετούς διάρκειας και επιπλέον προβλέπει τη δυνατότητα για αμφότερα τα μέρη να αποσυρθούν από τη σύμβαση σε περίπτωση που οι συνθήκες της αγοράς δεν εγγυώνται συνέπεια με τον μηχανισμό καθορισμού της απόδοσης των πόρων. Αυτές οι ρήτρες τέθηκαν για να προστατεύσουν αμφότερα τα μέρη από τον κίνδυνο εάν, ακόμα και κατά τη διάρκεια της τριετίας, ανέκυπταν ειδικές συνθήκες σε σχέση με την αγορά ή με τα χαρακτηριστικά της συγκέντρωσης, τέτοια ώστε να αλλοιώνουν τον μηχανισμό απόδοσης.

(52) Σύμφωνα με τις ιταλικές αρχές η επιλογή της μεταβλητότητας της παραμέτρου όπως προβλέπεται από τη συμφωνία ανταποκρίνεται στην απαίτηση να προσδιοριστεί ένα επιτόκιο ευθυγραμμισμένο με την αγορά. Ιδίως, ο τρόπος της μεταβλητής απόδοσης είναι ίδιος για αμφότερα τα μέρη: για το Δημόσιο στο οποίο εγγυάται ένα κόστος χρηματοδότησης σε ευθυγράμμιση με το κόστος του μεσομακροπρόθεσμου ιδίου χρέους, για τα ΡΙ επειδή αντιπροσωπεύει τη μετακίνηση

([29]) Από την 1η Οκτωβρίου 1995, το *Rendistato* αποτελείται από τη μέση ακαθάριστη απόδοση των BTP που υπόκεινται σε φόρο και με υπόλοιπο ζωής ανώτερο του ενός έτους. (Πηγή: Τράπεζα της Ιταλίας).

προς ένα μηχανισμό απόδοσης ευθυγραμμισμένο με την αγορά και συνεπή με τη συγκέντρωση. Η απόφαση γι' αυτή την ευθυγράμμιση προς την αγορά ελήφθη σε μία στιγμή μη ευνοϊκής αγοράς, κατά την οποία οι αποδόσεις που επιτεύχθηκαν βάσει της συμφωνίας κατά τα έτη 2005 και 2006 (αντιστοίχως 3,9 % και 4,25 %) ήταν σημαντικά χαμηλότερες από το σταθερό επιτόκιο (4,35 %) του οποίου ετύγχαναν τα PI, κατά τα προηγούμενα έτη.

(53) Η Ιταλία παρατηρεί ότι, αρχής γενομένης από το 2007, τα PI άρχισαν μια συνετή ενεργή διαχείριση της ρευστότητάς τους βασιζόμενη σε τόκους σταθερού επιτοκίου, που τους εγγυάται ασφαλή απόδοση σε ένα συγκεκριμένο χρονικό ορίζοντα. Η ενεργή διαχείριση των αποθεμάτων διαφέρει από την παθητική διαχείριση της συμφωνίας αφού επιτρέπει στα PI, πρώτον, να συστήσουν ένα χαρτοφυλάκιο με μία βάση ασφαλούς απόδοσης και να κατευθύνουν την *asset allocation* σε συμφωνία με τους στόχους της εταιρείας, δεύτερον, να αναλάβουν πρόσθετους κινδύνους στο πλαίσιο εκτιμημένων και εγκεκριμένων υποθέσεων κινδύνου. Επειδή τα PI είναι σε θέση να εφαρμόσουν λύσεις ενεργού διαχείρισης των ποσών, υιοθέτησαν χρηματοοικονομικές στρατηγικές βελτιστοποίησης της απόδοσης και πέτυχαν αποδόσεις υψηλότερες από εκείνες που επέτρεπε η συμφωνία.

6.3. **Τροποποιήσεις που εισήχθησαν σε συνάρτηση με την υποχρέωση χορήγησης**

(54) Οι ιταλικές αρχές ενημέρωσαν την Επιτροπή σχετικά με την κατάργηση της υποχρέωσης προορισμού δυνάμει της οποίας τα PI ήταν υποχρεωμένα να καταθέτουν στο Δημόσιο τη ρευστότητα που προερχόταν από τους ταχυδρομικούς τρεχούμενους λογαριασμούς. Ο νόμος για τον προϋπολογισμό 2007 τροποποιεί το καθεστώς που προβλέπεται από τον νόμο για τον προϋπολογισμό 2006 κα προβλέπει ότι οι πόροι που προέρχονται από τη συγκέντρωση που πραγματοποιούν τα PI από την ιδιωτική πελατεία θα επενδύονται σε κυβερνητικά χρεόγραφα της ευρωζώνης. Ο νόμος προβλέπει την ολοκλήρωση της νέας διάρθρωσης εντός της 31ης Δεκεμβρίου 2007. Όμως, η Ιταλία θεωρεί ότι με αυτή την τροποποίηση η ρευστότητα που συγκεντρώνεται από τα PI δεν υπόκειται πλέον στους κανόνες περί κρατικών ενισχύσεων αφού, η αμοιβή που εισπράττεται δεν καταβάλλεται από το κράτος.

(55) Αυτή η νομοθετική τροποποίηση ανταποκρίνεται στην απαίτηση του Δημοσίου να παραχωρήσει στα PI μεγαλύτερη χρηματοοικονομική αυτονομία, η οποία κατέστη αναγκαία από τα οικονομικά και χρηματοοικονομικά αποτελέσματα της επιχείρησης και από το μέγεθος που απέκτησε. Η διαδρομή προς μια μεγαλύτερη αυτονομία που άρχισε το 1998 με την μετατροπή των PI σε ανώνυμη εταιρεία χαρακτηρίστηκε από τη σύσταση του ταχυδρομικού τρεχούμενου λογαριασμού *retail Conto BancoPosta* το 2001, συνεχίστηκε το 2005-2006 με την εγκατάλειψη του σταθερού ποσοστού απόδοσης για να περάσει στην τιμαριθμική αναπροσαρμογή με παραμέτρους ευθυγραμμισμένες στα ποσοστά της αγοράς όπως προβλέπεται από τη συμφωνία, και το 2007, με την κατάργηση υποχρέωσης χρήσης, τουλάχιστον όσον αφορά τους πόρους από ιδιώτες.

(56) Η Ιταλία επισημαίνει ότι η διαδρομή προς μία προοδευτική οικονομική αυτονομία των PI δεν πρέπει να οδηγήσει στο συμπέρασμα ότι οι πόροι δεν υπόκεινται πλέον σε υποχρέωση χορήγησης. Επιπλέον, τη στιγμή της σύναψης της συμφωνίας, το Δημόσιο ήταν υποχρεωμένο να λάβει υπόψη του τις νομικές υποχρεώσεις που βαρύνουν τα PI και δεν μπόρεσε να προβλέψει την νομοθετική εξέλιξη η οποία ήταν εκτός της αρμοδιότητάς του.

6.4. **Σταθερότητα των συγκεντρωθέντων πόρων**

(57) Η Ιταλία, για να αποδείξει τη διαχρονική ουσιαστική σταθερότητα των συγκεντρωθέντων πόρων, επισημαίνει πώς ο δείκτης *Deviazione Standard/Giacenza Media*, που μετράει τη μεταβλητότητα της ρευστότητας στο δημόσιο ταμείο, μειώθηκε από 8 % το 2002, σε 5 % το 2005, πώς το βάρος της *σταθεράς συνιστώσας* της συγκέντρωσης – που για ένα ορισμένο έτος η Ιταλία ορίζει ως το ελάχιστο απόθεμα που επιτεύχθηκε κατά εκείνο το έτος - επί του συνολικού μέσου αποθέματος αυξήθηκε εν τω μεταξύ από 83,8 % σε 89,5 %, και πώς το βάρος της *μεταβλητής συνιστώσας* της συγκέντρωσης –που ορίζεται ως η διαφορά μεταξύ του μέσου και του ελάχιστου αποθέματος εκείνου του έτους– επί του συνολικού μέσου αποθέματος μειώθηκε από 16,2 % το 2002, σε 10,5 % το 2005.

(58) Η Ιταλία διαβίβασε στην Επιτροπή τα συμπεράσματα που προκύπτουν από τους δύο τύπους μοντέλων: τα εσωτερικά στατιστικά μοντέλα των PI και το μοντέλο που εκπόνησαν τα PI σε συνεργασία με την εταιρεία παροχής συμβουλών […] με στόχο να εντοπίσει τη συνετή τάση των ρευστοτήτων που συγκεντρώθηκαν μέσω ταχυδρομικών τρεχούμενων λογαριασμών.

(59) Όταν στόχος είναι ο καθορισμός μηχανισμών διαχείρισης του κινδύνου των τόκων ([30]), τα ίδια τα όργανα εποπτείας συνιστούν την αποδοχή άμεσων μοντέλων για τον υπολογισμό της συνετής τάσης της συγκέντρωσης και τη διάρκεια συμπεριφοράς της ρευστότητας στους λογαριασμούς όψεως.

([30]) Η *συνετή τάση της συγκέντρωσης* διαφέρει από την προληπτική τάση: Η *συνετή τάση* προϋποθέτει συντηρητικά (με διάστημα εμπιστοσύνης 99 %) ένα ελάχιστο όριο των αποθεμάτων κατά τα έτη που ακολουθούν, με ανάλυση της ιστορικής εξέλιξης των εισροών και των εκροών (μέθοδος «*Value at Risk*» ή VaR), δηλαδή βασίζεται στην υπόθεση εξάντλησης της συγκέντρωσης σε μία περίοδο 10 ετών («γραμμικό μοντέλο»). Η *προλη.πτική τάση* εκφράζει αντίθετα μία εκτίμηση του πώς δύναται να εξελιχθεί η συγκέντρωση, με την επιφύλαξη της υλοποίησης διαφορετικών μακροοικονομικών σεναρίων και κανονικών εμπορικών δράσεων.

(60) Τα εσωτερικά μοντέλα βασίζονται στην ανάλυση των ημερήσιων αποκλίσεων των αποθεμάτων σε σύγκριση με τα μέσα υπόλοιπα, χωρίς να χρησιμοποιηθούν σενάρια πιθανοτήτων, αλλά απλή ανάλυση των ιστορικών αποτελεσμάτων της τάσης του όγκου των τρεχούμενων λογαριασμών. Τα εσωτερικά μοντέλα δείχνουν ότι η ημερήσια σειρά του αποθέματος στο Δημόσιο παρουσιάζει, αφ' ότου ξεκίνησε μία συγκέντρωση *retail* (που σήμερα αποτελεί το 75 % ολόκληρης της συγκέντρωσης σε ταχυδρομικούς τρεχούμενους λογαριασμούς), μία ανοδική τάση. Το ελάχιστο ετήσιο επίπεδο (δηλαδή η *σταθερά συνιστώσα* των αποθεμάτων), ανοδικό και αυτό διαχρονικά, αντιπροσωπεύει ένα ποσοστό του συνόλου του μέσου υπολοίπου ίσο με 90 % κατά μέσον όρο (από το 85 % το 2002, το 92 % στο 2006). Κατ' αναλογία τα εσωτερικά μοντέλα επιβεβαιώνουν την παρουσία μίας *μεταβλητής συνιστώσας* των αποθεμάτων, που ορίζεται ως η διαφορά μεταξύ του μέσου αποθέματος και του ελάχιστου αποθέματος (σταθερού) για ένα συγκεκριμένο έτος, η οποία κατά τα τελευταία έτη αντιστοιχεί μόνο στο 10 % περίπου του υπολοίπου.

(61) Το μοντέλο […], που η Ιταλία θεωρεί πολύ συνετό, δείχνει ότι η «διάρκεια συμπεριφοράς» του συνόλου των τρεχούμενων λογαριασμών δεν συμπίπτει με τη συμβατική διάρκεια ενός απλού τρεχούμενου λογαριασμού. Όντως, εάν είναι ασφαλώς δυνατόν ορισμένοι πελάτες να αποφασίσουν να κλείσουν το λογαριασμό τους, από τη μία μέρα στην άλλη, οι επιπτώσεις στη συνολική συγκέντρωση των PI είναι περιορισμένες, λόγω του μεγάλου αριθμού των πελατών, των περιορισμένων μέσων αποθεμάτων αυτών των λογαριασμών και του γεγονότος ότι οι τρεχούμενοι λογαριασμοί που κλείνουν αντικαθίστανται από νέους. Ο τύπος του συνετού μοντέλου που εκπόνησε η […] χρησιμοποιείται από διάφορες ιταλικές τράπεζες στην ενεργή διαχείριση της ρευστότητας, για τον καθορισμό της διάρκειας συμπεριφοράς των τρεχούμενων λογαριασμών και για να αντικατοπτρισθεί κατόπιν αυτή τη διάρκεια σε ένα αντιστοιχούν χαρτοφυλάκιο όπου θα να λαμβάνονται υπόψη οι απαιτήσεις τους όσον αφορά τα *Asset Liability Management* («ALM»).

(62) Τα PI χρησιμοποίησαν αυτό το μοντέλο για να εντοπίσουν τη «διάρκεια συμπεριφοράς» των πόρων που συλλέχθηκαν σε ταχυδρομικούς τρεχούμενους λογαριασμούς [πελατεία *retail* ([31])], τόσο κατά την περίοδο 2005-2006, όταν ίσχυε η υποχρέωση για τα PI να καταθέσουν τα ποσά από τους ταχυδρομικούς τρεχούμενους λογαριασμούς στο Δημόσιο (παθητική διαχείριση των ποσών), όσο και στην περίοδο από την 1η Ιανουαρίου 2007, όταν τα PI άρχισαν να επενδύουν τους πόρους που συλλέγονταν από την ιδιωτική πελατεία σε κυβερνητικά χρεόγραφα της ευρωζώνης (ενεργή διαχείριση των ποσών).

([31]) Το 2006, η συγκέντρωση σε ταχυδρομικούς τρεχούμενους λογαριασμούς ιδιωτών, εξαιρουμένων των δημοσίων διοικήσεων, ανερχόταν σε […] ευρώ, εκ των οποίων […] ευρώ από πελατεία *retail* και […]ευρώ δισεκατομμύρια από επιχειρήσεις.

6.4.1. *Παθητική διαχείριση των ποσών*

(63) Σύμφωνα με την Ιταλία, στο συγκεκριμένο πλαίσιο της παθητικής διαχείρισης της ρευστότητας των PI, το μοντέλο […] ορίζει τα κριτήρια για τον εντοπισμό της «διάρκειας συμπεριφοράς» της ταχυδρομικής συγκέντρωσης πόρων. Με το μοντέλο επιχειρείται ένας διαχρονικός υπολογισμός στις έννοιες των σταθερών και μεταβλητών αποθεμάτων που έχουν εντοπιστεί από τα εσωτερικά μοντέλα, με βάση την ανάλυση της ιστορικής μεταβλητότητας των τρεχούμενων λογαριασμών και την πιθανή συμπεριφορά των κατόχων τρεχούμενων λογαριασμών. Σε μια παραλλαγή του μοντέλου (μέθοδος *Value at Risk* με οριστικό κλείσιμο (*cut off*) κατά το δέκατο έτος), στα αποθέματα αποδίδονται πολύ μακρές διάρκειες για τα 2/3 της συγκέντρωσης ([32]) (που θεωρείται ως ελάχιστος όγκος κάτω του οποίου δεν είναι πιθανόν να κατέλθει κατά τη διάρκεια 10 ετών), και διάρκειες από 0 έως 10 έτη για το υπόλοιπο μέρος (1/3) (δηλαδή η συγκέντρωση που μπορεί να εξαντληθεί στη διάρκεια 10 ετών). Σύμφωνα με αυτό το προφίλ της συγκέντρωσης, η αντίστοιχη επένδυση θα έχει μια μέση διάρκεια ([33]) ίση με 4,1 έτη και μία *duration* του Macauley ([34]) 3,2 έτη. Σε μία άλλη παραλλαγή (μοντέλο γραμμικής απόσβεσης, με *cut off* στο δέκατο έτος), η αντίστοιχη επένδυση θα έχει μέση διάρκεια 4,9 έτη και μία *duration* του Macauley 3,8 έτη ([35]).

6.4.2. *Ενεργητική διαχείριση των ποσών*

(64) Σύμφωνα με την Ιταλία, στο συγκεκριμένο πλαίσιο της ενεργητικής διαχείρισης της ρευστότητας από μέρους των PI, το μοντέλο […] συνδράμει τα PI στην επιλογή της βέλτιστης *asset allocation*. Βασιζόμενο σε υποθέσεις πολύ συνετές, δείχνει ότι είναι εύλογο για τα PI να υιοθετήσουν μία *asset allocation* με μια μέση διάρκεια που κυμαίνεται μεταξύ των 4 και των 5 ετών.

(65) Αρχής γενομένης από το 2007, παρότι το μοντέλο εντοπίζει διάρκειες σχεδόν απεριόριστες για περίπου τα 2/3 της συγκέντρωσης και διάρκειες από 0 έως 10 έτη για το υπόλοιπο

([32]) Στην επιστολή της 27ης Νοεμβρίου 2007, οι ιταλικές αρχές εξηγούν ότι, σύμφωνα με το μοντέλο […], τα 2/3 της συγκέντρωσης των ταχυδρομικών τρεχούμενων λογαριασμών έχει διάρκεια απεριόριστη, ενώ το 1/3 έχει διάρκεια από 0 έως 10 έτη. Πάντοτε σ' αυτή την επιστολή επιβεβαιώνουν ότι το μοντέλο εντόπισε μία διάρκεια σχεδόν απεριόριστη για σχεδόν το 70 % των αποθεμάτων και μία διάρκεια από 0 έως 10 έτη για το υπόλοιπο μέρος. Ακόμα σε αναφορά στο μοντέλο […], η σημείωση για την ανάλυση […] που διαβιβάσθηκε από την Ιταλία με επιστολή της 29ης Φεβρουαρίου 2008, δείχνει ότι τα PI έχουν μία συγκέντρωση με διάρκεια σχεδόν απεριόριστη εκτιμώμενη σε […] του συνόλου.

([33]) «The average life is the period before the principal of a debt security (bond, debenture, note) is scheduled to be repaid» (Πηγή: *BusinessDictionary.com website*: http://www.businessdictionary.com/definition/average-life.html).

([34]) Δηλαδή το μέσο σταθμισμένο άθροισμα του κεφαλαίου και των τόκων.

([35]) Στις επιστολές που εστάλησαν από τις ιταλικές αρχές οι όροι «μέση διάρκεια» και «διάρκεια» συχνά χρησιμοποιούνται χωρίς διάκριση παρότι αναφέρονται σε διαφορετικές έννοιες. Τούτο δεν προδικάζει την εκτίμηση που παρέχεται στην παρούσα απόφαση.

μέρος, τα ΡΙ προεπέλεξαν μια μέση διάρκεια […] ετών για λόγους που συνδέονται με τις τρέχουσες συνθήκες της αγοράς ([36]). Πράγματι, η διαφορά μεταξύ των πενταετών ομολόγων και των τριακονταετών είναι μόνο 20 μονάδες βάσης (εφεξής «μβ»). Γι' αυτό τα ΡΙ προτίμησαν να επενδύσουν σε ένα χαρτοφυλάκιο με έναν μέσον όρο κατώτερο εκείνου του μοντέλου […]: Ο μεγαλύτερος κίνδυνος που προέρχεται από τα τριακονταετή χρεόγραφα δεν μπορούσε να ανταμειφθεί κατ' άλλον τρόπο. Στην επιστολή τους της 28ης Φεβρουαρίου 2008 […] προσθέτουν ότι τα αποτελέσματα του μοντέλου θα επέτρεπαν στα ΡΙ να αναπτύξουν επενδυτικές στρατηγικές που θα μπορούσαν να παραταθούν, σε ό,τι αφορά τη μέση χρηματοοικονομική διάρκεια, πέραν της μέχρι τούδε επιλεγείσας (ανώτατης διάρκειας 10 ετών).

6.5. **Δαπάνες της διαχείρισης των ταχυδρομικών τρεχούμενων λογαριασμών**

(66) Όσον αφορά την περιγραφή των ετησίων δαπανών συγκέντρωσης και κατάθεσης των ποσών που προκύπτουν από τρεχούμενους λογαριασμούς των πελατών των ΡΙ σύμφωνα με την αναλυτική λογιστική των ΡΙ, η Ιταλία παρατηρεί ότι η τελευταία επιτρέπει τον εντοπισμό των συνολικών δαπανών της χρηματοοικονομικής δραστηριότητας των ΡΙ και όχι τις δαπάνες ανά ατομικό προϊόν. Σ' αυτό το πλαίσιο, σύμφωνα με την Ιταλία τα περιθώρια της ΡΙ/Bancoposta είναι σε εκατοστιαία βάση χαμηλότερα από τα περιθώρια που επιτυγχάνονται από τον τραπεζικό τομέα.

6.6. **Η συμφωνία με τα κριτήρια της αγοράς της αμοιβής των ΡΙ από μέρους του δημοσίου ταμείου**

(67) Το χρεωστικό επιτόκιο, που ουσιαστικά είναι ένα μακροπρόθεσμο επιτόκιο, είναι προσήκον προς την αγορά λόγω της μακροπρόθεσμης φύσης της ίδιας της συγκέντρωσης. Όντως:

— Η υποχρέωση χορήγησης έχει απεριόριστη διάρκεια. Η Ιταλία υπενθυμίζει επ' αυτού ότι τα ΡΙ δεν έχουν άλλες δυνατότητες (πιθανώς πιο αποδοτικές) από τον λογαριασμό στο Δημόσιο για να χρησιμοποιήσουν τη ρευστότητα που προέρχεται από τους ταχυδρομικούς τρεχούμενους λογαριασμούς,

— Η Ιταλία φρονεί ότι η διαχρονική αύξηση της συγκέντρωσης στους τρεχούμενους λογαριασμούς δείχνει τη σταθερότητα των πόρων για το δημόσιο ταμείο ([37]) (το μέσο απόθεμα της συγκέντρωσης παρουσίασε μια *ανοδική* τάση του 40 % περίπου από το 2002 έως το 2005· το ποσοστό αυτής της αξίας που έχει εποχιακό χαρακτήρα ισούται με περίπου το 10 %),

— Η Ιταλία φρονεί ότι τα ΡΙ θίγονται –στην *asset allocation* τους– από την υποχρέωση χορήγησης που τους αποκλείει από τη δυνατότητα μιας ενεργητικής και κατ' ουσίαν περισσότερο πλεονεκτικής διαχείρισης των ποσών. Ελλείψει αυτής της υποχρέωσης τα ΡΙ θα μπορούσαν να *τοποθετήσουν τα asset* σύμφωνα με τον ρόλο και τα χαρακτηριστικά της επιχείρησης, χρησιμοποιώντας το 10 % της ρευστότητας σε βραχυπρόθεσμα χρεόγραφα και το 90 % σε μακροπρόθεσμα. Η υποχρέωση διασφαλίζει στο Δημόσιο μία γραμμή χρηματοδότησης με χαρακτηριστικά ανάλογα με εκείνα μιας μακροπρόθεσμης επένδυσης,

— Εκτός από τις επιστολές της […] και της […] που έλαβε η Επιτροπή τον Απρίλιο 2006, πριν από την κίνηση της διαδικασίας, τρεις ιδιωτικές τράπεζες επιβεβαίωσαν ότι ο μηχανισμός απόδοσης δεν συνεπάγεται κανένα πλεονέκτημα για τα ΡΙ (βλέπε αιτιολογική σκέψη 73).

(68) Όσον δε αφορά τη συμφωνία με τα κριτήρια της αγοράς της αμοιβής των ΡΙ η Ιταλία τόνισε τις ακόλουθες τέσσερις πλευρές: το προσήκον του χρεωστικού επιτοκίου στα κριτήρια της αγοράς (βλέπε ανωτέρω), τη σύγκριση με τη γαλλική *Banque Postale*, την αξιολόγηση των ορκωτών λογιστών των ΡΙ και την αναφορά στα επιτόκια της αγοράς.

6.6.1. *Σύγκριση με τη Banque Postale*

(69) Σύμφωνα με τις ιταλικές αρχές, από τη σύγκριση με την κατάσταση της γαλλικής *La Banque Postale* προκύπτει ότι η στρατηγική της ALM (*Asset Liability Management*) βασίστηκε στο ίδιο στατιστικό μοντέλο των ΡΙ. Το μοντέλο καθορίζει τη σταθερά συνιστώσα και τη μεταβλητή συνιστώσα των αποθεμάτων, εκεί όπου η σταθερά συνιστώσα επενδύεται σε κρατικά χρεόγραφα του ΟΟΣΑ με μηδενική στάθμιση και τη μεταβλητή σε βραχυπρόθεσμα χρεόγραφα.

([36]) Επιστολή των ιταλικών αρχών, της 27ης Νοεμβρίου 2007, αριθ. πρωτ. A/39763.

([37]) Πριν από τις 11 Δεκεμβρίου 2003 και από τη μετατροπή του Ταμείου Παρακαταθηκών και Δανείων σε ανώνυμη εταιρεία, η συγκέντρωση των τρεχούμενων λογαριασμών που πραγματοποιούσαν τα ΡΙ κατετίθετο μερικώς στο Ταμείο Παρακαταθηκών και Δανείων. Σύμφωνα με τις ιταλικές αρχές, κυρίως για λόγους λογιστικούς, ένα μέρος της συγκέντρωσης προοριζόταν για ένα λογαριασμό στο Δημόσιο Ταμείο (τον καλούμενο «ελεύθερο» λογαριασμό) ενώ το υπόλοιπο μέρος κατετίθετο σε τρεις άλλους «δεσμευμένους» λογαριασμούς του Ταμείου Παρακαταθηκών και Δανείων, για τη χορήγηση δανείων στις τοπικές αυτοδιοικήσεις. Οι τρεις δεσμευμένοι λογαριασμοί του Ταμείου Παρακαταθηκών και Δανείων χρησιμοποιούνταν για την υπηρεσία στεγαστικών δανείων. Στον λογαριασμό στο Δημόσιο Ταμείο εισέρεε το μέρος της συγκέντρωσης που δεν προοριζόταν για χορήγηση στεγαστικών δανείων, αλλά παρέμεινε διαθέσιμο για το Ταμείο Παρακαταθηκών και Δανείων. Αρχής γενομένης από τις 11 Δεκεμβρίου 2003, όλα τα κονδύλια που ήταν συγκεντρωμένα σε δεσμευμένους λογαριασμούς κατατέθηκαν στο Δημόσιο Ταμείο, και προστέθηκαν έτσι στον ήδη υφιστάμενο τρεχούμενο λογαριασμό.

(70) Βάσει της στρατηγικής ALM, η *La Banque Postale* σημείωσε το 2005 μία απόδοση ίση με 4,4 % έναντι μιας απόδοσης της παραμέτρου της συμφωνίας 3,9 %. Η Ιταλία δηλώνει ότι η *La Banque Postale* αποτελεί ένα συγκεκριμένο παράδειγμα της δυνατότητας επίτευξης υψηλότερων αποδόσεων από εκείνες της παραμέτρου των PI, προσφεύγοντας σε μια συνετή διαχείριση και με μια 5ετή μέση διάρκεια.

(71) Σε μία μελέτη που διεξήχθη από την […] με τίτλο «[…]» (εφεξής: «ανάλυση» ή «ανάλυση […]») αναπτύσσεται ανάλογη επιχειρηματολογία προς επιβεβαίωση της συγκρισιμότητας μεταξύ των δύο επιχειρήσεων. Σύμφωνα με την ανάλυση, η *Banque Postale*, η οποία άρχισε από το 2001 να εφαρμόζει μία στρατηγική ενεργής διαχείρισης των ποσών ανάλογη με εκείνη των PI, επενδύοντας το 90 % της συγκέντρωσης που προσδιορίζεται ως σταθερά σε κρατικούς τίτλους ΟΟΣΑ με 10ετή χρονική προοπτική, κατέγραψε μία απόδοση μεγαλύτερη από εκείνη της παραμέτρου. Πάντως, χρησιμοποιώντας την ίδια λογική της συνετής επένδυσης των PI, *η Banque Postale* επέτυχε μια μέση απόδοση 4,45 % περίπου κατά τα έτη 2004-2005.

6.6.2. *Γνώμη των ελεγκτών*

(72) Οι ελεγκτές των PI συμφωνούν στον ορισμό, βάσει των χαρακτηριστικών της μεταβλητότητας και των δεικτών αύξησης, τη συγκέντρωση σε τρεχούμενους λογαριασμούς ως μια σταθερή συγκέντρωση.

6.6.3. *Επιστολές ιδιωτικών τραπεζών και συμβούλων*

(73) Η Ιταλία διαβίβασε στην Επιτροπή τις επιστολές ιδιωτικών τραπεζών και συμβούλων, στις οποίες υποστηρίζεται ότι η αμοιβή που έλαβαν τα PI για τη ρευστότητα που προκύπτει από ταχυδρομικούς τρεχούμενους λογαριασμούς και είναι κατατεθειμένοι στο Δημόσιο είναι ανάλογη με την απόδοση της αγοράς που τα PI θα είχαν επιτύχει με μια κατάλληλη επενδυτική στρατηγική και διαχείριση των κινδύνων.

— Στην επιστολή της […] της 4ης Οκτωβρίου 2006: […] επισημαίνεται ότι ελλείψει υποχρέωσης προορισμού τα PI θα μπορούσαν να εφαρμόσουν μια κατάλληλη στρατηγική ALM, με στόχο την ελαχιστοποίηση του κινδύνου αγοράς και του κινδύνου ρευστότητας. Στη στρατηγική διάρθρωσης των *asset* των PI θα έπρεπε να λαμβάνονται υπόψη τα προφίλ διάρκειας που προβλέπονται σε σχέση με τις καταθέσεις, τα οποία βασίζονται σε ιστορικές σειρές και λογικές υποθέσεις, κατά τρόπον ώστε να προσδιορίζεται την πιο κατάλληλη επενδυτική στρατηγική όσον αφορά τη διάρκεια και τη μορφή της πίστης. Ως παράδειγμα, […] συγκρίνει τις αποδόσεις που προέκυψαν από την εφαρμογή των παραμέτρων του καλαθιού με τις αποδόσεις των αποθεμάτων του Ramo I των Poste Vita SpA (ελεγχόμενων από τα PI) τις οποίες διαχειρίζεται η […].

— Επιστολή της […], της 2ας Οκτωβρίου 2006: με βάση από τα στοιχεία που χορήγησαν τα PI ([38]), […] θεωρείται άκρως συνεπές από μέρους των PI το γεγονός ότι τιμαριθμοποίησαν το 10 % της συγκέντρωσης με μία βραχυπρόθεσμη παράμετρο και το 90 % με μία μακροπρόθεσμη παράμετρο. Εάν τα PI δεν ήταν δεσμευμένα δια νόμου να επανακαταθέσουν τα έσοδα από την ταχυδρομική συγκέντρωση στο δημόσιο ταμείο, το βραχυπρόθεσμο επιτόκιο που θα έπρεπε να καταβάλουν στην αγορά αντί για την αμοιβή του Δημοσίου (*constant maturity swap*) θα ήταν ίσον με ένα εξαμηνιαίο *Euribor* συν ένα *spread* 0,43 % ([39]), γεγονός που συνιστά – σύμφωνα με […] – μία απόδοση συγκρίσιμη πλήρως με εκείνη που επιτυγχάνεται από μία διαχείριση κρατικών χρεογράφων ή *corporate* υψηλού *rating* σταθερού επιτοκίου. Το συμπέρασμα της […] είναι, λοιπόν, ότι η αμοιβή που επέτυχαν τα PI δυνάμει του νόμου για τον προϋπολογισμό και της συμφωνίας είναι εκείνη που θα επετύγχαναν στις χρηματαγορές με ένα παρόμοιο προφίλ κινδύνου.

— Στην επιστολή της […], της 4ης Οκτωβρίου 2006: […] υποστηρίζεται ότι, με μία διαφοροποίηση των επενδύσεων, που θα εξακολουθούσαν οπωσδήποτε να βασίζονται σε ένα χαρτοφυλάκιο χρεογράφων *sovreign* και πιθανώς *corporate* με *rating* AA – ή υψηλότερο (όχι άνω του 20 τοις εκατό), τα PI θα κατέγραφαν ετήσιες αποδόσεις ίσες ή ανώτερες της αμοιβής που επέτυχαν το 2005 και το 2006, βάσει της εφαρμογής των επιτοκίων του καλαθιού.

— Στην επιστολή της […], της 20ής Ιανουαρίου 2006: η τράπεζα καταλήγει στο συμπέρασμα ότι τα PI θα μπορούσαν να είχαν επιτύχει το 2005, για τη ρευστότητα των ταχυδρομικών τρεχούμενων λογαριασμών, μία απόδοση 4 % ίση με εκείνη που επιτυγχάνεται από το Ramo I (κλάδου I), που ελέγχεται από την Poste Vita, για τη διαχείριση ποσών ίσων με 6 δισεκατ. ευρώ. Αυτό το αποτέλεσμα είναι συγκρίσιμο με την αμοιβή του 3,9 % που εφαρμόζεται στα PI από τη συμφωνία.

([38]) Δηλαδή ότι τουλάχιστον το 90 % των καταθέσεων στο Δημόσιο Ταμείο μπορούν να αποτελούν τη συνιστώσα που θεωρείται σταθερά ενώ το υπόλοιπο 10 %, παρόλο που τείνει να μην υπόκειται σε εξαγορά, πρέπει να θεωρηθεί, βάσει συνετών υποθέσεων, μεταβλητή.

([39]) Συγκεκριμένα, οι ιταλικές αρχές αναφέρουν ότι οι τιμές του *spread* προς εφαρμογή στο εξαμηνιαίο Euribor είναι χονδρικά 1 % περίπου στο τέλος 2005, 0,4 % περίπου στο τέλος 2006 και 0,3 % περίπου στο τέλος Οκτωβρίου 2007.

— Στην επιστολή της […], της 13ης Ιανουαρίου 2006: […] υποστηρίζεται ότι η ρευστότητα που παράγεται από τους τρεχούμενους λογαριασμούς μπορεί να θεωρηθεί μόνιμη εξαιτίας της αόριστης διάρκειας της υποχρέωσης χορήγησης, αφενός, και της ανοδικής τάσης του μέσου αποθέματος εις επίρρωση της σταθερότητας των πόρων για το δημόσιο ταμείο, αφετέρου. Επίσης υποστηρίζεται ότι το Δημόσιο οφείλοντας να αντικαταστήσει αυτή την τεχνική μορφή συγκέντρωσης, θα προσέφευγε στην έκδοση μακροπρόθεσμων χρεωστικών τίτλων. Επίσης υποστηρίζεται ότι, λαμβανομένου υπόψη του κόστους αντικατάστασης, φαίνεται λογικό και συνεπές ότι το επιτόκιο αμοιβής της συγκέντρωσης σε τρεχούμενους λογαριασμούς των PI θα έπρεπε να υπολογιστεί βάσει της απόδοσης των δημοσίων χρεωστικών τίτλων μακράς διάρκειας. […] διεξάγει κατόπιν μία ανάλυση της σύγκρισης μεταξύ της απόδοσης που προκύπτει από τη χρηματοοικονομική διαχείριση των Poste Vita SpA και της απόδοσης βάσει της εφαρμογής της συμφωνίας. Για τα έτη 2002-2005 η απόδοση της διαχείρισης των χρηματοοικονομικών δραστηριοτήτων της Posta Vita φαίνεται να μην αποκλίνει σημαντικά από την απόδοση που ορίζεται από το μηχανισμό της συμφωνίας.

6.6.4. *Σύγκριση μεταξύ των αποδόσεων που επιτυγχάνονται επί των προϊόντων Poste Vita*

(74) Οι ιταλικές αρχές είναι της άποψης ότι η απόδοση που επιτυγχάνουν τα PI για τα ποσά που είναι κατατεθειμένα στο Δημόσιο είναι σύμφωνη με την αμοιβή που επιτυγχάνεται από τα επενδυμένα από την Poste Vita ποσά. Ιδίως, τα PI υποστηρίζουν ότι οι ασφάλειες ζωής του Ramo I είναι προϊόντα συγκρίσιμα με τους ταχυδρομικούς τρεχούμενους λογαριασμούς και ότι η μέση απόδοση της διαχείρισης αυτών των προϊόντων (π.χ. *Posta Più*) ανήλθε σε 4,68 % την περίοδο 2002-2006, έναντι ενός μέσου συντελεστή στα πλαίσια της συμφωνίας 4,55 %.

(75) Οι ιταλικές αρχές υποστηρίζουν ότι οι ταχυδρομικοί τρεχούμενοι λογαριασμοί και οι ασφάλειες ζωής είναι προϊόντα συγκρίσιμα από την πλευρά της χρηματοοικονομικής διαχείρισης αφού ο τρεχούμενος λογαριασμός αποτελεί ένα μέσο μόνο τυπικώς βραχυπρόθεσμο, αλλά που εκ των πραγμάτων είναι όμοιο με ένα χρηματοοικονομικό προϊόν μέσης διάρκειας, με εγγυημένο κεφάλαιο και ελάχιστο επιτόκιο. Οι ασφάλειες ζωής είναι στην ουσία προϊόντα κεφαλαιοποίησης, έχουν και αυτές ένα κεφάλαιο και ένα ελάχιστο εγγυημένο επιτόκιο, μία διάρκεια μεσοπρόθεσμη (συνήθως δεκαετή) με δυνατότητα εξαγοράς καθοιανδήποτε στιγμή, χωρίς ρήτρα προστίμου.

(76) Η σύγκριση μεταξύ της αμοιβής που χορηγήθηκε στα PI την περίοδο 2002-2006 και της αμοιβής που επετεύχθη από την *Posta Più* κατά την ίδια περίοδο εμφαίνεται στον πίνακα 2.

Πίνακας 2

Έτος	Ακαθάριστη απόδοση *Posta Più*	Συμφωνία	Delta	Μέση χρηματοοικονομική διάρκεια
2002	6,38 %	5,25 %	1,13 %	3,78
2003	5,11 %	4,69 %	0,42 %	2,66
2004	4,13 %	4,64 %	– 0,51 %	2,53
2005	4,00 %	3,90 %	0,10 %	3,62
2006	3,77 %	4,25 %	– 0,48 %	3,15
Μέση	4,68 %	4,55 %	0,13 %	3,148

6.6.5. *Σύγκριση με το κόστος του χρέους του δημοσίου ταμείου*

(77) Οι ιταλικές αρχές παρατηρούν ότι η τιμαριθμοποίηση της επένδυσης στο Δημόσιο με παραμέτρους που συνδέονται με το ιταλικό δημόσιο χρέος είναι ο μόνος μηχανισμός χωρίς ποινική ρήτρα για το Δημόσιο και συνεπής με τη φύση του ως εκδότη, λαμβανομένης υπόψη της υποχρέωσης κατάθεσης της ταχυδρομικής συγκέντρωσης στο δημόσιο ταμείο.

(78) Επιπλέον, η συμφωνία χορηγεί στα PI μία αμοιβή που είναι δεσμευμένη με επιτόκια μακροπρόθεσμα, σε συμφωνία με τη φύση της ίδιας της συγκέντρωσης. Η συμφωνία προστατεύει κατόπιν το Δημόσιο από αντίξοες συνθήκες της αγοράς που θα μπορούσαν να καταστήσουν το κόστος αυτής της μορφής χρέωσης μη σύμφωνο με το δικό του κόστος παραδοσιακής συγκέντρωσης.

(79) Οι ιταλικές αρχές συγκρίνουν το επιτόκιο που προβλέπεται από τη συμφωνία με το κόστος χρηματοδότησης, υπολογισμένο σ'αυτή τη βάση:

— τα κεφάλαια συγκεντρώνονται με εκδόσεις BTP (έντοκα γραμμάτια του δημοσίου) 5, 10, 15 και 30 ετών,

— η υπό εξέταση περίοδος είναι η περίοδος 2001-2006,

— υπολογίστηκε η μέση σταθμισμένη τιμή των προαναφερθεισών εκδόσεων, λαμβανομένου υπόψη επίσης του βάρους και του κόστους όλων των εκδόσεων σε εκκρεμότητα, κατά την περίοδο υπό εξέταση.

Πίνακας 3

Έτος	BTP 5 ετών	BTP 10 ετών	BTP 15 ετών	BTP 30 ετών	Συμφωνία	Μέσος όρος
2001	4,59 %	5,13 %		5,80 %		5,04 %
2002	4,58 %	5,09 %	5,46 %	5,73 %	5,25 %	5,03 %
2003	4,15 %	4,81 %	4,96 %	5,44 %	4,69 %	4,71 %
2004	3,95 %	4,66 %	4,85 %	5,35 %	4,64 %	4,56 %
2005	3,68 %	4,43 %	4,64 %	5,19 %	3,90 %	4,31 %
2006	3,47 %	4,35 %	4,54 %	5,06 %	4,25 %	4,21 %

(80) Βάσει των επιτευχθέντων αποτελεσμάτων, η Ιταλία αναφέρει ότι, κατά τα 5 υπό εξέταση έτη, το κόστος του μεσοπρόθεσμου χρέους του Δημοσίου είναι σύμφωνο με την απόδοση που επιτεύχθηκε μέσω της εφαρμογής της παραμέτρου.

(81) Επιπλέον, i) το επιτόκιο αμοιβής είναι τιμαριθμοποιημένο προς παραμέτρους που συνδέονται με το ιταλικό δημόσιο χρέος (κρατικά χρεόγραφα), που αποτελούν την περισσότερο ενδεδειγμένη αναφορά για τη χρέωση του δημοσίου ταμείου, ii) η σταθερότητα της συγκέντρωσης, που επαληθεύεται μέσω στατιστικών μοντέλων, και η υποχρέωση κατάθεσης που βαρύνει τα PI καθιστούν τη διάρκεια της επένδυσης σε μεγάλο μέρος μόνιμη (χωρίς να ληφθούν υπόψη οι ειδικές προφυλάξεις –όπως η δυνατότητα πρόωρης απόσυρσης, η τριετής διάρκεια της σχέσης– που διασφαλίζουν το Δημόσιο από απρόβλεπτες αλλαγές της αγοράς), iii) ο κίνδυνος ρευστότητας που ανέλαβε το Δημόσιο είναι περιορισμένος δεδομένης της αποδεδειγμένης σταθερότητας των ταχυδρομικών ποσών και αντικατοπτρίζεται στην τιμαριθμοποίηση του 10 % αυτών των πόρων με μία βραχυπρόθεσμη παράμετρο.

(82) Όσον αφορά το μακροπρόθεσμο στοιχείο του χρεωστικού επιτοκίου (90 % του οποίου: i) το 10 % συνδέεται με την απόδοση των δεκαετών BTP και ii) το 80 % συνδέεται με την απόδοση των τριακονταετών BTP), η Ιταλία θεωρεί ότι η υποχρέωση κατάθεσης που βαρύνει τα PI (*investimento di tipo parametrico* - επένδυση παραμετρικής μορφής), που αποζημιώνεται βάσει ενός χρεωστικού επιτοκίου υπολογισμένου ως σταθμισμένος μέσος όρος των ετήσιων μέσων αποδόσεων των κρατικών χρεογράφων, διαφέρει από την υποχρέωση που εισήχθη με το νόμο για τον προϋπολογισμό του 2007 της απευθείας επένδυσης σε κρατικά χρεόγραφα (*άμεσες επενδύσεις*) που έχουν επιλεγεί αυτόνομα και η διαχείρισή τους είναι ελεύθερη. Ιδίως, η «παραμετρική επένδυση» που προβλέπεται από τη συμφωνία συνεπάγεται μία μεταβλητή απόδοση, μη διαχειρίσιμη και συνεπώς παθητικά εκτεθειμένη στις διακυμάνσεις της αγοράς. Η «παραμετρική επένδυση» είναι περισσότερο δύσκαμπτη απ' ό,τι οι άμεσες επενδύσεις έναντι των κινήσεων της αγοράς, έχει μία ανώτατη λειτουργικότητα 12 μηνών (δυνατότητα απόσυρσης από τη συμφωνία κατόπιν εξάμηνης προειδοποίησης για αμφότερα τα μέρη) και η απόδοσή της περιλαμβάνει ένα πριμ *ad hoc* προς αντιστάθμιση των υποχρεώσεων στις οποίες υπόκειται η ίδια η επένδυση. Η Ιταλία επισημαίνει ότι αυτό το πριμ, που υπολογίζεται σε περίπου 0,25-0,50 εκατοστιαίες μονάδες, είναι σύμφωνο με τη διαφορά της μέσης απόδοσης μεταξύ των BTP 30 ετών και των BTP 10 ετών στο χαμηλότερο ιστορικό σημείο (0,20-0,40 εκατοστιαίες μονάδες).

(83) Το ανωτέρω πριμ μπορεί να θεωρηθεί ως μία εκ των υστέρων αμοιβή, που αφενός αντισταθμίζει τα ΡΙ για την υποχρέωση επένδυσης και τη μη δυνατότητα να διαχειριστούν ενεργώς τις ρευστότητες, αφετέρου αποδεικνύεται συνεπές για το Δημόσιο που ενεργεί ως ιδιώτης δανειολήπτης, λαμβάνοντας υπόψη και τις ρήτρες που περιέχονται στη συμφωνία (δυνατότητα πρόωρης παραίτησης, τριετής διάρκεια της συμφωνίας και δεκαπενθήμερη ενημέρωση των παραμέτρων), οι οποίες έχουν ως στόχο να προστατεύσουν το Δημόσιο από τις αντίξοες συνθήκες της αγοράς.

6.7. **Σύγκριση με εναλλακτικές επενδυτικές στρατηγικές (ενεργή διαχείριση)**

(84) Οι ιταλικές αρχές, στην πρόθεσή τους να αποδείξουν ότι η αμοιβή που προβλέπεται στη συμφωνία δεν συνεπάγεται κανένα πλεονέκτημα για τα ΡΙ, διαβίβασαν στην Επιτροπή την ανάλυση […].

(85) Στην ανάλυση […] αναπτύσσονται τα ακόλουθα στοιχεία:

i) Οι λόγοι για τους οποίους η αμοιβή που χορηγήθηκε από το Δημόσιο στα ΡΙ για τις καταθέσεις είναι ορθή:

— Στη μελέτη που διεξήχθη από […] στο σύνολο των καταθέσεων των ΡΙ – που η ανάλυση […] δίνει ως δεδομένο – συνάγεται ότι, αφαιρούμενης μίας συνιστώσας θεωρητικά περισσότερο μεταβλητής, η αναμενόμενη διάρκεια αυτών των καταθέσεων είναι ιδιαίτερα μακρά, σχεδόν αόριστη. Ανάλογες προσεγγίσεις είναι κοινές στο τραπεζικό σύστημα.

— Τα χαρακτηριστικά της διάρκειας των καταθέσεων μεταφέρονται δια νόμου στο δημόσιο ταμείο.

— Η τιμαριθμοποίηση στην οποία προβαίνει το Δημόσιο αντικατοπτρίζει αυτήν την προσέγγιση, επειδή κατά το 10 % είναι συνδεδεμένη με τα δωδεκάμηνα ΒΟΤ (συνιστώσα περισσότερο μεταβλητή), για 10 % στα ΒΤΡ 10 ετών (η συνιστώσα που θα μπορούσε σταδιακά να μειωθεί βάσει ορισμένων συνετών υποθέσεων) και για το 80 % στα ΒΤΡ 30 ετών.

— Η σχέση βασίζεται σε μία μακροπρόθεσμη ανάληψη υποχρέωσης (υποχρέωσης κατάθεσης) από μέρους των ΡΙ και του δημοσίου ταμείου.

— Οι υποχρεώσεις που επιβάλλονται στα ΡΙ υπό την ιδιότητά τους του καταθέτη περιλαμβάνουν τεκμαρτές επιβαρύνσεις:

— Οι καταθέσεις στο Δημόσιο δεν μπορούν να θεωρηθούν ως πραγματικές βραχυπρόθεσμες καταθέσεις *risk free* λόγω της μόνιμης υποχρέωσης των ΡΙ να προορίσουν τη ρευστότητα στο δημόσιο ταμείο. Η αναγνωρισμένη απόδοση αντικατόπτριζε αυτή τη μακροπρόθεσμη υποχρέωση αφού πλήρωνε τον σιωπηρό μακροπρόθεσμο κίνδυνο της Ιταλικής Δημοκρατίας, που υπολογίζεται σε μία επιπλέον απόδοση 0,30 % (ίση με το *spread* της αγοράς που πληρώνεται από μακροπρόθεσμα κρατικά χρεόγραφα σε σχέση με τις νομισματικές παραμέτρους).

— Η αδυναμία των ΡΙ να συστήσουν στρατηγικές ενεργής διαχείρισης των ρευστοτήτων (η ποσοτική ανάλυση της […] έχει ως στόχο τον ποσοτικό υπολογισμό αυτών των επιβαρύνσεων).

ii) Σύγκριση μεταξύ του περιθωρίου τόκων των ΡΙ με εκείνο των τραπεζών του ιδιωτικού τομέα.

— Το κόστος της συγκέντρωσης καταθέσεων από την πελατεία *retail* των ΡΙ είναι σύμφωνο με το κόστος της συγκέντρωσης καταθέσεων που διενεργούν οι τράπεζες του ιδιωτικού τομέα, όπως παραδέχθηκε η ίδια η Επιτροπή.

— Απεναντίας, το περιθώριο τόκου που επιτυγχάνεται από τις τράπεζες του ιδιωτικού τομέα σε σχέση με τη συνιστώσα που προκύπτει από τις καταθέσεις που συγκεντρώνονται στα δικό τους δίκτυο είναι σημαντικά υψηλότερο από εκείνο των ΡΙ (4,7 % το 2006 και 4,6 % το 2005, έναντι αντιστοίχως 3,75 % και 3 % για τα ΡΙ). Αυτά τα στοιχεία αντιπροσωπεύουν, κατά τη γνώμη της […], την απόδειξη έλλειψης κρατικής ενίσχυσης υπέρ των ΡΙ.

iii) Σύγκριση μεταξύ της μεταβολής των λήξεων (*mismatch*) που διεξάγουν τα ΡΙ και από αντίστοιχους φορείς του ιδιωτικού τομέα.

Το μοντέλο […] καταλογίζει στο απόθεμα των καταθέσεων των ΡΙ μία διάρκεια συμπεριφοράς «σχεδόν απεριόριστη» με σύνεση υπολογιζόμενη σε τουλάχιστον 60,8 % του συνόλου (μέθοδος Α, με διακοπή *cut-off* στο δέκατο έτος). Κατά τη συμφωνία, τα ΡΙ χρησιμοποιούν τα έσοδα της ταχυδρομικής συγκέντρωσης για να χρηματοδοτήσουν ένα μακροπρόθεσμο μέσο, όπως την κατάθεση στο δημόσιο ταμείο. Προς επαλήθευση της συμπεριφοράς των τραπεζών του ιδιωτικού τομέα αναλύθηκαν οι ισολογισμοί τραπεζών εξειδικευμένων στη χρηματοδότηση δημοσίων οργανισμών (Dexia, Depfa, κ.λπ.), οι οποίες προκύπτει ότι συμπεριφέρονται σύμφωνα με ανάλογα σχήματα. Όντως, οι δημόσιες τράπεζες συγκεντρώνουν περίπου το 50 % των μεσο-μακροπρόθεσμων αναγκών τους, ενώ

το υπόλοιπο χρηματοδοτείται βραχυπρόθεσμα με συμφωνίες επαναγοράς από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και από καταθέσεις σε ενδιάμεσους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς, και επενδύουν τα κεφάλαιά τους σε δάνεια σε δημόσιους οργανισμούς με προθεσμίες που γενικά κυμαίνονται μεταξύ των 10 και των 50 ετών.

iv) Αριθμητική ανάλυση με σκοπό την απόδειξη της ωφέλειας μίας ενεργής διαχείρισης του χαρτοφυλακίου.

— Από τον Μάρτιο του 2007, τα PI άρχισαν μία άμεση επένδυση σε κρατικά χρεόγραφα της ευρωζώνης, την οποία ολοκλήρωσαν τον Δεκέμβριο 2007 με την τελευταία ροή που εξέδωσε το δημόσιο ταμείο.

— Στις επενδυτικές επιλογές των PI, εκτός του ότι λαμβάνονταν υπόψη οι νομικές υποχρεώσεις και οι στόχοι απόδοσης της εταιρείας, είχαν ως βάση και τις συνθήκες και τις ευκαιρίες που πρόσφερε η αγορά. Από τις αρχές του 2008, το χαρτοφυλάκιο περιλαμβάνει σημαντικές υπεραξίες. Αντιθέτως, οι καταθέσεις στο Δημόσιο παράγουν μόνο τρέχουσες αποδόσεις της αγοράς, χωρίς δυνατότητα κερδών ή ζημιών κεφαλαίου, επειδή είναι τιμαριθμοποιημένο με παραμέτρους μεταβλητού επιτοκίου.

— Ως εκ τούτου, για τη σύγκριση που θα επιβεβαιώσει τη μεγαλύτερη αποδοτικότητα μιας ενεργής διαχείρισης έναντι της παραμέτρου της συμφωνίας, δεδομένης και της μεταβλητότητας των κερδών και των ζημιών κεφαλαίου, καθίσταται απαραίτητο να εξετασθούν τα στοιχεία που αναφέρονται σε ένα μακρόχρονο διάστημα. Εκτός από τη μεγαλύτερη τρέχουσα απόδοση του χαρτοφυλακίου των PI, η αριθμητική ανάλυση στοχεύει να αποδείξει με ποιο τρόπο μία προσεκτική και εχέφρων διαχείριση του χαρτοφυλακίου μπορεί να αποδώσει μεγαλύτερες αποδόσεις στη μακρά περίοδο.

— Μια τέτοια ανάλυση βασίζεται σε δύο στοιχεία, ένα βασισμένο στην εξέταση των ιστορικών στοιχείων (σημεία 1 και 2) και το άλλο σε προβλέψεις του μέλλοντος (σημείο 3).

— […] υιοθέτησε αναδρομικά δύο στρατηγικές διαχείρισης των ποσών στο χαρτοφυλάκιο των PI, εκ των οποίων η μία συνεπάγεται διάρκεια ίδια με του χαρτοφυλακίου της μελέτης […] σύμφωνα με τη μέθοδο *A* (εφεξής «χαρτοφυλάκιο *benchmarck*»), και η άλλη (εφεξής «*tactical strategy*») χρησιμοποιεί τα ίδια κριτήρια και υποχρεώσεις επενδύσεων που επί του παρόντος χρησιμοποιούνται από τα PI ([40]) και έχει βασιστεί σε αυτόματα ποσοτικά μοντέλα ([41]). Το αποτέλεσμα των PI στα τελευταία 10 έτη, σε μία υποθετική *tactical strategy* ήταν κατά περίπου 1,62 % ετησίως ανώτερα της απόδοσης της συμφωνίας για την ίδια περίοδο (χωρίς να ληφθεί όμως υπόψη η επίπτωση του κόστους μετάβασης). Η απόδοση στη διετία 2005-2006 ήταν αντιθέτως κατώτερη (2,45 % έναντι 4,14 % της συμφωνίας).

— Αναφέρεται η υπόθεση *La Banque Postale* (βλέπε επίσης αιτιολογική σκέψη 69).

— Τέλος, […] προσδιόρισε ορισμένες λύσεις διαχείρισης των ποσών που τα PI μπορούν να εφαρμόσουν στο προσεχές μέλλον, οι οποίες έχουν ως στόχο την επίτευξη υψηλότερων αποδόσεων από εκείνες των πολιτικών παθητικής επένδυσης σε κρατικά χρεόγραφα, χωρίς την προσθήκη σημαντικών προσαυξητικών κινδύνων. Εις επίρρωση αυτού η ανάλυση αναφέρει μία λεπτομερή περιγραφή αυτών των στρατηγικών. Εν συντομία:

— […]

— […]

— […]

— […]

Για να συγκρίνει την *performance* ενός χαρτοφυλακίου εξ ολοκλήρου τιμαριθμοποιημένου (καταθέσεις στο δημόσιο ταμείο) και ενός χαρτοφυλακίου ενεργής διαχείρισης των ρευστοτήτων (βλέπε σημείο 1 ανωτέρω), η Ιταλία εξηγεί ότι είναι αναγκαίο να ληφθεί υπόψη μία σημαντική χρονική περίοδος –10 έτη– που να περιλαμβάνει τουλάχιστον έναν πλήρη οικονομικό κύκλο. Γι'αυτόν τον λόγο στην ανάλυση […] συγκρίνεται η απόδοση που προβλέπεται από τη συμφωνία με τις αποδόσεις που προκύπτουν από τις εναλλακτικές στρατηγικές για μία περίοδο τουλάχιστον 10 ετών. Σε μία ανάλυση για χρονική περίοδο μικρότερη υπάρχει κίνδυνος να ληφθεί υπόψη μόνο μία απλή φάση του οικονομικού κύκλου. Γι'αυτό, σε μία φάση αύξησης των επιτοκίων, ένα χαρτοφυλάκιο χρεογράφων σταθερού επιτοκίου τείνει να έχει χαμηλότερη απόδοση σε σύγκριση με ένα χαρτοφυλάκιο μεταβλητού επιτοκίου· το αντίθετο συμβαίνει σε φάσεις μείωσης των επιτοκίων. Η περίοδος 2005-2007 (πρώτο εξάμηνο) χαρακτηρίστηκε από μία φάση σημαντικής αύξησης των επιτοκίων στην

([40]) Αμφότερες οι στρατηγικές περιγράφονται περισσότερο λεπτομερώς στην αιτιολογική σκέψη 208 σημείο ii).

([41]) Το μοντέλο είναι αυτόματο, στο μέτρο που οι επενδύσεις πραγματοποιούνται αυτομάτως σε συνάρτηση με τις παραμέτρους της αγοράς και των αναμενόμενων εξελίξεων.

οποία τα χαρτοφυλάκια υπενδεδυμένα σε χρεόγραφα σταθερού επιτοκίου (όπως εκείνα που χρησιμοποιούνται από […]) περιελάμβαναν ζημίες κεφαλαίου, παράγοντας αποδόσεις μικρότερες από εκείνες βάσει της συμφωνίας.

Σύμφωνα με τις ιταλικές αρχές, στη χρονική διάρκεια των 10 ετών ένα χαρτοφυλάκιο μεταβλητού επιτοκίου προσομοιάζει προς ένα χαρτοφυλάκιο σταθερού επιτοκίου, αφού τα κέρδη και οι ζημίες κεφαλαίου τείνουν να εξισορροπηθούν. Όντως, για 10 χρόνια οι συνολικές αποδόσεις ενός χαρτοφυλακίου μεταβλητού επιτοκίου σε σύγκριση με ένα χαρτοφυλάκιο σταθερού επιτοκίου βρίσκονται ουσιαστικά στο ίδιο επίπεδο. Μία ενεργή διαχείριση των ποσών παράγει σαφώς αποτελέσματα καλύτερα από μία παθητική διαχείριση («παραμετρική») στο πλαίσιο της συμφωνίας (π.χ., η απόδοση του *benchmark* που προτάθηκε από […], με μέση διάρκεια 5 ετών, είναι στο ίδιο επίπεδο με την απόδοση της παραμέτρου, που έχει μέση διάρκεια πολύ μεγαλύτερη).

Επιπλέον, σύμφωνα με τις ιταλικές αρχές η Επιτροπή θα έπρεπε να διακρίνει μεταξύ βραχυπρόθεσμου και μακροπρόθεσμου κινδύνου. Εάν όντως τα χρεόγραφα σταθερού επιτοκίου με δεκαετή διάρκεια μπορούν να έχουν πολύ μεταβλητή απόδοση στη βραχεία περίοδο, στην περίοδο των 10 ετών προσφέρουν έναν συντελεστή απόδοσης καθόλα αξιόπιστο (λόγω του ότι είναι σταθερός). Τούτων δοθέντων, σε ένα διάστημα 10 ετών οι συνολικές αποδόσεις ενός χαρτοφυλακίου σταθερού επιτοκίου τείνουν να ευθυγραμμιστούν με τις αποδόσεις ενός χαρτοφυλακίου μεταβλητού επιτοκίου, και οι τελευταίες εμφανίζουν υψηλότερο κίνδυνο (επειδή υπόκεινται σε ετήσιες μεταβολές των επιτοκίων).

Επιπλέον, η πραγματικά εναλλακτική διαχείριση των επενδύσεων που διατηρεί έναν ορισμένο βαθμό ευκαμψίας και όπου χρησιμοποιούνται όλα τα χρηματοοικονομικά μέσα που προσφέρει η αγορά, αυξάνει τη δυνατότητα επίτευξης καλύτερων αποτελεσμάτων σε σύγκριση με ένα στατικό χαρτοφυλάκιο, όπως εκείνο που προβλέπεται στη συμφωνία.

[…]

Η Ιταλία επισημαίνει ότι τη στιγμή της σύναψης της συμφωνίας με το Δημόσιο δεν ήταν γνωστή η μελλοντική εξέλιξη των επιτοκίων ούτε η διάρκεια ισχύος της συμφωνίας. Η επιλογή των μεταβλητών παραμέτρων αποδεικνύεται, κατά την Ιταλία, οικονομικώς ορθολογική επειδή είναι δίκαιη και συνεπής για αμφότερα τα μέρη: PI και δημόσιο ταμείο.

Όσον αφορά τη στάθμιση κινδύνου/απόδοσης, η Ιταλία επισημαίνει ότι οι καταθέσεις στο Δημόσιο έχουν αναπόφευκτα μία σχέση κινδύνου/απόδοσης χειρότερη από εκείνη των κρατικών χρεογράφων σταθερού επιτοκίου διάρκειας 1-10 ετών. Σύμφωνα με την Ιταλία, τα χρεόγραφα μεταβλητού επιτοκίου παρουσιάζουν μία μεταβλητότητα, όσον αφορά τις τιμές, πάντοτε χαμηλότερη από εκείνη των χρεογράφων σταθερού επιτοκίου, που είναι ευθέως ανάλογη με τη διάρκεια του μέσου. Ωστόσο, η μεταβλητότητα της τιμής δεν πρέπει να συγχέεται εννοιολογικά με τη μεταβλητότητα της απόδοσης: από την άποψη καθαρά της απόδοσης, η συμφωνία μπορεί να αποδειχθεί πιο επικίνδυνη ενός χαρτοφυλακίου σταθερού επιτοκίου όσον αφορά την επίπτωση στο περιθώριο του επιτοκίου των PI (σε ένα σενάριο καθοδικών επιτοκίων, τα χρεόγραφα μεταβλητού επιτοκίου παρουσιάζουν ένα υψηλότερο κίνδυνο σε σχέση με τα χρεόγραφα σταθερού επιτοκίου επειδή δεν διαθέτουν κατάλληλη προστασία από τον κίνδυνο του *refixing* και προσδιορίζουν μία μείωση του περιθωρίου των PI). Ως εκ τούτου, ένα χρεόγραφο μεταβλητού επιτοκίου θα έχει μία χαμηλή μεταβλητότητα όσον αφορά την τιμή και υψηλή μεταβλητότητα όσον αφορά την απόδοση. Επιπλέον, οι τεχνικές που χρησιμοποιούν τα PI για την παρακολούθηση των κινδύνων που σχετίζονται με τη διαχείριση των ταχυδρομικών τρεχούμενων λογαριασμών, οι οποίες βασίζονται στις διατάξεις που προβλέπονται στη συμφωνία Βασιλεία II, υπολογίζουν τις επιπτώσεις μίας μεταβολής των επιτοκίων επί των αναμενόμενων ταμειακών ροών. Μια τέτοια ανάλυση, που διεξάγεται σε χρονικό διάστημα 12 μηνών, αποδεικνύει ότι ο μεγαλύτερος κίνδυνος προέρχεται από τα χρεόγραφα με λήξη κατά τους 12 ακόλουθους μήνες (λόγω του ότι υπόκεινται σε κίνδυνο επαναχρηματοδότησης), καθώς και ενδεχόμενα χρεόγραφα μεταβλητού επιτοκίου, και όχι αντίθετα από τα χρεόγραφα σταθερού επιτοκίου μεγαλύτερης διάρκειας. Κατά συνέπεια, η ενεργή διαχείριση επιτρέπει στα PI να εφαρμόσουν μία πολιτική *yield enhancement* συνεπή με το σενάριο της σημερινής αγοράς και τέτοια που να μπορεί να τροποποιήσει το χαρτοφυλάκιο σε συνάρτηση με τις στρατηγικές βελτιστοποίησης της απόδοσης.

Σύμφωνα με τις ιταλικές αρχές, η μεταβλητότητα της παραμέτρου που επελέγη από τη συμφωνία προερχόταν από την ανάγκη προστασίας των συμφερόντων αμφοτέρων των μερών: των PI, διασφαλίζοντάς τους μία δίκαιη αμοιβή ευθυγραμμισμένη με την αγορά· του δημοσίου ταμείου, διασφαλίζοντάς του ένα κόστος χρηματοδότησης στο ίδιο επίπεδο με το κόστος του ιδίου μέσο-μακροπρόθεσμού χρέους.

Η Ιταλία υποστηρίζει ότι, σε περίπτωση που λαμβανόταν υπόψη η σύσταση ενός χαρτοφυλακίου διηνεκούς διάρκειας, αυτό το υποθετικό χαρτοφυλάκιο των PI θα είχε επενδυθεί κατά το 60 % σε κρατικά χρεόγραφα ευρωζώνης 30 ετών και 50 ετών (OAT), και κατά 40 % σε BTP με διάρκεια από 0 έως 10 έτη. Αυτό το χαρτοφυλάκιο, υπερβολικά θεωρητικό και απίθανο, θα είχε επιτύχει μια απόδοση της τάξης του 3,6 % το 2005, 3,65 % το 2006 και 3,7 % το 2007. Η μεταβλητότητα της απόδοσης αυτού του χαρτοφυλακίου θα ήταν αμελητέα, μα τουναντίον θα είχε μία σημαντική έκθεση σε κίνδυνο δεδομένης της πολύ μακράς διάρκειάς του.

(86) Η ανάλυση […] αναφέρει ότι η υποχρέωση κατάθεσης δημιουργεί κόστος ευκαιρίας και κινδύνους για τα ΡΙ περιορίζοντας το φάσμα των εναλλακτικών επενδύσεων. Η κατάθεση στο Δημόσιο συνδεόταν αποκλειστικά με τον κίνδυνο πίστης της Ιταλικής Δημοκρατίας, γεγονός που απέκλεισε τα ΡΙ από τη δυνατότητα να διαφοροποιήσουν το χαρτοφυλάκιό τους στην αγορά κρατικών χρεογράφων ευρωζώνης. Επιπλέον, ο κίνδυνος της πίστης συνοδευόταν από τον κίνδυνο ρευστότητας, δεδομένης της μακροπρόθεσμης φύσης των καταθέσεων χωρίς πρόωρη εξόφληση. Το κόστος ευκαιρίας που συνδέεται με την αδυναμία πραγματοποίησης επενδύσεων διαφοροποιημένων ανάλογα με τον κίνδυνο της πίστης εκτιμώνται σήμερα στο 1,00 %-1,50 % ετησίως, εάν ληφθούν υπόψη τα χρεόγραφα που εκδίδονται από ευρωπαϊκές χρηματοοικονομικές εταιρείες με *rating* ΑΑ, και στο 0,60 %-1,00 % ετησίως εάν ληφθούν υπόψη τα χρεόγραφα που εκδίδονται από ευρωπαϊκές βιομηχανικές εταιρείες που έχουν *rating* ΑΑ. Ο περιορισμός της δυνατότητας ενεργής διαχείρισης ενός χαρτοφυλακίου είναι δύσκολο να υπολογιστεί: η περίπτωση της *La Poste* και ενεργές διαχειρίσεις της μορφής *trading system* που επενδύουν σε κρατικά χρεόγραφα ευρωζώνης αποδεικνύουν ότι μπορούν να επιτευχθούν αποδόσεις ανώτερες σε σύγκριση με την απόδοση των καταθέσεων στο δημόσιο ταμείο.

(87) Οι ιταλικές αρχές δικαιολογούν τη σύγκριση μεταξύ του μηχανισμού αμοιβής της συμφωνίας (που βασίζεται σε μεταβλητό επιτόκιο) και των αυτόματων ποσοτικών μοντέλων της […] που προορίζονται να αποδείξουν το πλεονέκτημα μίας ενεργούς διαχείρισης (βασίζεται σε σταθερά επιτόκια) δηλώνοντας ότι η πρακτική των ομολογιών, καθώς και εκείνη που υιοθετήθηκε από τα ΡΙ το 2007, προβλέπει την επένδυση σε χρεόγραφα σταθερού επιτοκίου. Κατόπιν, οι ιταλικές αρχές προσθέτουν ότι αυτή η σύγκριση δεν πρέπει να λάβει χώρα υπό το πρίσμα της σύγκρισης μεταξύ χρεογράφων μεταβλητού επιτοκίου και χρεογράφων σταθερού επιτοκίου, αλλά μεταξύ μίας ενεργής διαχείρισης και μίας παθητικής διαχείρισης των κεφαλαίων.

(88) Τέλος, η Ιταλία θεωρεί ότι ο μηχανισμός απόδοσης της συμφωνίας, που βασίζεται σε βραχυπρόθεσμα επιτόκια για τη μεταβλητή συνιστώσα της συγκέντρωσης των ταχυδρομικών τρεχούμενων λογαριασμών, εκτιμά προσηκόντως τον πραγματικό κίνδυνο ρευστότητας που αναλαμβάνει το δημόσιο ταμείο.

Κριτική στις παρατηρήσεις της ΑΒΙ

(89) Σύμφωνα με τις ιταλικές αρχές, η απόδοση των ταχυδρομικών τρεχούμενων λογαριασμών δεν μπορεί να τιμαριθμοποιηθεί με παραμέτρους βραχείας περιόδου (π.χ. με την απόδοση των δωδεκάμηνων ΒΟΤ) εξαιτίας της σταθερότητας της συγκέντρωσης.

(90) Η Ιταλία επισημαίνει ότι, αν ληφθεί ως έτος αναφοράς το 2005, όπως το έπραξε και η ΑΒΙ, η ανάλυση αποδεικνύεται παραπλανητική αφού το 2005 τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια κατήλθαν στα πιο χαμηλά επίπεδα (το επίπεδο απόδοσης των δωδεκάμηνων ΒΟΤ ήταν 2,21 % με διαφορά -1,69 % σε σχέση με το προβλεπόμενο στη συμφωνία επιτόκιο). Η μεροληψία της ανάλυσης της ΑΒΙ επιβεβαιώνεται, σύμφωνα με την Ιταλία, στο γεγονός ότι τον Φεβρουάριο 2007 η απόδοση των δωδεκάμηνων ΒΟΤ σταθεροποιείται σε επίπεδα του 3,9 %, τονίζοντας μία διαφορά σε σχέση με το μέσο όρο του καλαθιού της συμφωνίας (περίπου 4,5 % τότε), -0,60 %, ίσο δηλαδή με σχεδόν ένα τρίτο της διαφοράς που αναφέρεται από την ΑΒΙ.

(91) Σε ό,τι αφορά τη σύγκριση που πραγματοποίησε η ΑΒΙ με την απόδοση της ρευστότητας του Ταμείου Παρακαταθηκών και Δανείων η οποία έχει επενδυθεί στο Δημόσιο (με εξαμηνιαίο μεταβλητό επιτόκιο ίσο με τον απλό μέσο αριθμητικό όρο μεταξύ της απόδοσης των εξαμηνιαίων ΒΟΤ και του μηνιαίου δείκτη Rendistato), η Ιταλία επισημαίνει ότι τα ΡΙ δεν μπορούν να συγκριθούν με το Ταμείου Παρακαταθηκών και Δανείων, εταιρεία διαφορετική ως προς τη δομή, τη φύση της δραστηριότητας, τους επιχειρηματικούς στόχους, την τυπολογία της λειτουργικότητας, την οργάνωση και τις πολιτικές επένδυσης. Δεύτερον, ο δείκτης Rendistato επειδή είναι ένας δείκτης μεσο-μακροπρόθεσμης απόδοσης, το συμπέρασμα της ΑΒΙ σύμφωνα με το οποίο οι ταχυδρομικοί τρεχούμενοι λογαριασμοί θα έπρεπε να αμείβονται σύμφωνα με βραχυπρόθεσμες παραμέτρους αποδεικνύεται αντιφατικό.

(92) Επιπλέον, η Ιταλία παρατηρεί ότι η ρευστότητα που συγκεντρώθηκε από τους ταχυδρομικούς τρεχούμενους λογαριασμούς αποτελεί μεμονωμένη περίπτωση στην αγορά και συνεπώς είναι δύσκολο να εντοπισθεί ένα ατομικό μέσο αντικατάστασης. Ωστόσο, η σταθερότητα του στοκ συγκέντρωσης επιτρέπει εκ των πραγμάτων την προσομοίωση της ίδιας με ένα μέσο συγκέντρωσης μακρύτερης διάρκειας και καθιστά αμελητέα τη σύγκριση με τα βραχυπρόθεσμα ΒΟΤ (12 μήνες).

7. ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΩΝ ΜΕΤΡΩΝ

(93) Το υπό αξιολόγηση μέτρο είναι το καθεστώς που θεσπίστηκε από το νόμο για τον προϋπολογισμό 2006 και από τη συμφωνία που ορίζει το χρεωστικό επιτόκιο που παρέχει το Δημόσιο για τη ρευστότητα που έχει καταβληθεί από τα ΡΙ.

(94) Για να προσδιορίσει κατά πόσον ένα μέτρο συνιστά κρατική ενίσχυση κατά την έννοια του άρθρου 87 παράγραφος 1, η Επιτροπή πρέπει να αξιολογήσει εάν το καθεστώς:

— χορηγείται από το κράτος, δηλαδή από κρατικούς πόρους,

— παρέχει ένα οικονομικό πλεονέκτημα,

— μπορεί να νοθεύσει τον ανταγωνισμό δια της ευνοϊκής μεταχειρίσεως ορισμένων επιχειρήσεων ή ορισμένα κλάδων παραγωγής,

— επηρεάζει τις μεταξύ κρατών μελών συναλλαγές.

7.1. **Κρατικοί πόροι**

(95) Για να παρέχουν κρατική ενίσχυση, τα πλεονεκτήματα πρέπει να προέρχονται από το κράτος και να χορηγούνται άμεσα ή έμμεσα μέσω κρατικών πόρων.

(96) Η αμοιβή βαρύνει το Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών/Δημόσιο και βασίζεται σε συγκεκριμένους νόμους, διατάγματα και συμφωνίες, που εφαρμόζονται στα PI.

(97) Ως εκ τούτου, στην παρούσα περίπτωση συντρέχουν συσσωρευτικά αμφότερες οι προαναφερθείσες συνθήκες. Οι τόκοι που καταβάλλονται στα PI βαρύνουν κρατικούς πόρους.

7.2. **Επιλεκτικότητα**

(98) Το άρθρο 87 παράγραφος 1 απαγορεύει τις ενισχύσεις που «ευνοούν ορισμένες επιχειρήσεις ή ορισμένους κλάδους παραγωγής», δηλαδή τις επιλεκτικά χορηγούμενες ενισχύσεις.

(99) Η δυνατότητα να τύχουν αμειβόμενων τρεχούμενων λογαριασμών στο Δημόσιο δεν ισχύει για όλες τις επιχειρήσεις, που θεωρητικά θα μπορούσαν να τύχουν οφέλους, λαμβανομένης υπόψη της φύσης και της οικονομίας του συστήματος. Σε κάθε περίπτωση, η Ιταλία δεν απέδειξε ότι ο πολύ περιορισμένος αριθμός αποδεκτών των εν λόγω λογαριασμών δικαιολογείται από τη φύση και την οικονομία του συστήματος.

(100) Επιπλέον, ο νόμος για τον προϋπολογισμό 2006 και η συμφωνία εφαρμόζονται αποκλειστικά στα PI.

(101) Κατά συνέπεια, τα χρεωστικά επιτόκια που καταβάλλονται στα PI, καταβάλλονται επιλεκτικά.

7.3. **Επίδραση στις συναλλαγές και νόθευση του ανταγωνισμού**

(102) Το άρθρο 87 παράγραφος 1 απαγορεύει τις ενισχύσεις που επηρεάζουν τις μεταξύ κρατών μελών συναλλαγές και νοθεύουν ή απειλούν να νοθεύσουν τον ανταγωνισμό.

(103) Κατά την αξιολόγηση των δύο συνθηκών, η Επιτροπή δεν υποχρεούται να προσδιορίσει την πραγματική επίδραση των ενισχύσεων στις μεταξύ κρατών μελών συναλλαγές ή την πραγματική νόθευση του ανταγωνισμού, αλλά μόνο να εξετάσει εάν οι ενισχύσεις μπορούν να επηρεάσουν αυτές τις συναλλαγές και να νοθεύσουν τον ανταγωνισμό ([42]). Όταν μία οικονομική ενίσχυση χορηγούμενη από ένα κράτος μέλος ενισχύει τη θέση μίας επιχείρησης έναντι άλλων ανταγωνιστριών επιχειρήσεων στις ενδοκοινοτικές συναλλαγές, αυτές πρέπει να θεωρηθούν επηρεαζόμενες από την ενίσχυση.

(104) Δεν είναι αναγκαίο τα PI να συμμετέχουν άμεσα στις ενδοκοινοτικές συναλλαγές. Όντως, όταν ένα κράτος μέλος χορηγεί μία ενίσχυση σε μία επιχείρηση, η δραστηριότητα στην εθνική αγορά μπορεί να διατηρηθεί ή να αυξηθεί, με επακόλουθη μείωση των δυνατοτήτων των επιχειρήσεων με έδρα σε άλλα κράτη μέλη να εισέλθουν στην αγορά αυτού του κράτους μέλους. Επιπλέον, η ενίσχυση μίας επιχείρησης που μέχρι εκείνη τη στιγμή δεν συμμετείχε στις ενδοκοινοτικές συναλλαγές μπορεί να της προσφέρει τη δυνατότητα να εισέλθει στην αγορά ενός άλλου κράτους μέλους.

(105) Όπως αναφέρεται στο τμήμα 2 της παρούσας απόφασης «Δραστηριότητες των PI/Bancoposta – Σχετικές αγορές», στον ιταλικό ταχυδρομικό τομέα υπήρχε ένας σχετικός ανταγωνισμός ακόμη και πριν από τη σταδιακή απελευθέρωση που προήχθη από την κοινοτική νομοθεσία.

(106) Είναι γνωστό ότι η κυριότερη πρόκληση για τους φορείς του ευρωπαϊκού δημοσίου ταχυδρομικού τομέα είναι η αύξηση των ανταγωνιστικών πιέσεων σε όλα τα τμήματα της αγοράς –αλληλογραφία, δέματα και ταχυμεταφορές. Ενώ οι αγορές των δεμάτων και των ταχυμεταφορών είναι ανοιχτές στον ανταγωνισμό από δεκαετίες, στο τμήμα της αλληλογραφίας τα νόμιμα μονοπώλια εμπόδισαν σε πολύ μεγάλο βαθμό την ανάπτυξη του ανταγωνισμού. Σύμφωνα με τις ιταλικές αρχές ρύθμισης και τους δημόσιους ταχυδρομικούς φορείς ο ανταγωνισμός στα τμήματα δέματα και ταχυμεταφορές είναι σημαντικός τόσο σε εθνικό επίπεδο όσο και σε διεθνές, ενώ στο τμήμα της αλληλογραφίας αναδύεται μόλις τώρα ([43]).

([42]) Βλέπε, π.χ. την απόφαση του Δικαστηρίου στην υπόθεση C-372/97 Ιταλική Δημοκρατία κατά Επιτροπής, Συλλογή 2004 σ. I-3679, σημείο 44.

([43]) Έκθεση *The Evolution of the Regulatory Model for European Postal Services di WIK Consult*, Ιούλιος 2005.

(107) Ιδίως, οι υπηρεσίες ταχυμεταφορών, οι υπηρεσίες παράδοσης δεμάτων για εμπορικές επιχειρήσεις και οι υπηρεσίες εφοδιασμού αναπτύχθηκαν στην Ιταλία από ιδιωτικές επιχειρήσεις, μερικές από τις οποίες, όπως η *TNT* και η *DHL*, με έδρα σε άλλα κράτη μέλη. Από μία έκθεση που δημοσιεύθηκε το 2004 από την Επιτροπή ([44]) προκύπτει ότι ορισμένοι ταχυδρομικοί φορείς (*Royal Mail* στο Ηνωμένο Βασίλειο, *TPG* στις Κάτω Χώρες, *Deutsche Post* στη Γερμανία και *La Poste* στη Γαλλία) εξαγόρασαν επιχειρήσεις με έδρα την Ιταλία, που δραστηριοποιούνται στις ταχυδρομικές υπηρεσίες.

(108) Όσον αφορά τις χρηματοοικονομικές υπηρεσίες, η Επιτροπή υπενθυμίζει ότι ο τραπεζικός τομέας είναι ανοιχτός στον ανταγωνισμό από πολλά έτη. Η σταδιακή απελευθέρωση ανέπτυξε τον ανταγωνισμό στον οποίο είχε δώσει ήδη το έναυσμα η ελεύθερη κυκλοφορία των κεφαλαίων που προβλέπεται από τη συνθήκη ΕΚ.

(109) Επιπλέον, όπως έχει φανεί στην προηγούμενη υπόθεση κρατικών ενισχύσεων σχετικά με το Ente Poste Italiane/PI ([45]), τα PI ανταγωνίζονται με τραπεζικούς και χρηματοοικονομικούς φορείς που προσφέρουν χρηματοοικονομικές υπηρεσίες σε μεγάλο βαθμό αντικαταστάσιμες από τα προϊόντα των PI. Κυρίως, οι ταχυδρομικοί τρεχούμενοι λογαριασμοί είναι σε ανταγωνισμό με τους τραπεζικούς τρεχούμενους λογαριασμούς, στις τοποθεσίες τις οποίες τόσο οι τράπεζες όσο και τα PI έχουν υποκαταστήματα. Πέραν τούτου, τα τελευταία έτη τα PI διεύρυναν αισθητά τη δέσμη των μέσων πληρωμής που προσφέρουν στην πελατεία τους τοποθετώντας δίπλα στα παραδοσιακά ταχυδρομικά μέσα (*bollettini postali e vaglia postali*) και τα μέσα που άλλοτε προσέφεραν κανονικά οι τράπεζες (χρεωστικές και πιστωτικές κάρτες, εμβάσματα, υπηρεσίες χρέωσης στον λογαριασμό για την πληρωμή των αποδείξεων). Σε ορισμένες περιπτώσεις (πιστωτικές κάρτες και υπηρεσίες χρέωσης σε λογαριασμό) η υπηρεσία παρέχεται άμεσα από τα PI. Σε άλλες περιπτώσεις τα PI λειτουργούν ως διανομέας υπηρεσιών που παράγονται από τρίτους (φορείς του τραπεζικού τομέα, όπως στην περίπτωση των πιστωτικών καρτών). Αυτές οι εξελίξεις αύξησαν την αντικαταστασιμότητα μεταξύ των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών των PI και εκείνων που προσφέρονται από φορείς του τραπεζικού τομέα.

(110) Είναι πιθανόν πιστωτικά ιδρύματα και άλλοι φορείς της ιταλικής χρηματοπιστωτικής αγοράς να υφίστανται τα αρνητικά αποτελέσματα της ενίσχυσης. Ιδίως, στο μέτρο που η αμοιβή που καταβάλλει το Δημόσιο για τα κατατεθειμένα από τα PI ποσά υπερβαίνει το σχετικά *benchmark* της αγοράς, τα PI θα παροτρύνονται να αυξήσουν τη δραστηριότητα συγκέντρωσης πέραν του όγκου που θα είχαν πράξει βάσει μίας κανονικής αμοιβής της αγοράς. Κατά συνέπεια οι ευκαιρίες αγοράς των πιστωτικών ιδρυμάτων μειώνονται αναλόγως.

([44]) Έκθεση *Main developments in the European Postal Sector* της *WI Consult*, Ιούλιος 2004. Βλέπε πίνακα 5.1.6 «Γεωγραφική κατανομή και εμπορική περιοχή των "Big Four" (1998 και προηγούμενα, μέχρι τον Ιούνιο 2004)».

([45]) Απόφαση της 12ης Μαρτίου 2002 (ΕΕ L 282 της 19.10.2002, σ. 29).

(111) Για τον ίδιο λόγο η Επιτροπή φρονεί ότι το μέτρο εμποδίζει την είσοδο στην ιταλική αγορά επιχειρήσεων που εδρεύουν σε άλλα κράτη μέλη. Διάφορες τράπεζες, διαφόρων κρατών μελών, λειτουργούν στην Ιταλία άμεσα, μέσω θυγατρικών ή αντιπροσωπειών, ή έμμεσα, ελέγχοντας τράπεζες και χρηματοοικονομικούς οργανισμούς με έδρα την Ιταλία. Οι διασυνοριακές κεφαλαιακές πράξεις που πρόσφατα ενέπλεξαν ιταλικές τράπεζες όπως την Antonveneta και την BNL απλοποιούν αυτή την κατάσταση. Η πιο ισχυρή θέση στην αγορά των PI συνιστά ένα εμπόδιο για αμφότερους τους τύπους εισόδου στην αγορά.

(112) Εν κατακλείδι, υφίστανται συναλλαγές μεταξύ κρατών μελών στον τομέα των ταχυδρομικών και χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών. Τα χρεωστικά επιτόκια που χορηγούνται στα PI δεν ενισχύουν τη θέση τους σε σχέση με τους ταχυδρομικούς ή τραπεζικούς ανταγωνιστές στις ενδοκοινοτικές συναλλαγές. Ως εκ τούτου, το μέτρο μπορεί να νοθεύσει τον ανταγωνισμό μεταξύ επιχειρήσεων και τις μεταξύ κρατών μελών συναλλαγές.

7.4. **Οικονομικό πλεονέκτημα**

(113) Το μέτρο για να συνιστά κρατική ενίσχυση πρέπει να ευνοεί τις αποδέκτριες επιχειρήσεις.

7.4.1. *Πλαίσιο της ανάλυσης*

(114) Επαναλαμβάνεται ότι τα χρεωστικά επιτόκια που καταβάλλονται δυνάμει του νόμου για τον προϋπολογισμό 2006 και της συμφωνίας παρέχουν ένα οικονομικό πλεονέκτημα εάν υπερβαίνουν το επιτόκιο που ένας ιδιώτης δανειολήπτης, σε συνθήκες της αγοράς, θα ήταν διατεθειμένος να πληρώσει στα PI για την κατατεθείσα ρευστότητα, σε συνάρτηση με τη φύση της και το ύψος της.

(115) Δεδομένης αυτής της προϋπόθεσης, η αξιολόγηση της Επιτροπής θα συνίσταται στη διασαφήνιση του κατά πόσο η συμφωνία καθορίζει μία παρόμοια αμοιβή με εκείνες που θα είχε προσφέρει ένας ιδιώτης δανειολήπτης σε μία οικονομία της αγοράς για τα κατατεθέμενα ποσά, ιδίως λαμβανομένης υπόψη της υποχρέωσης επένδυσης και των συναφών χρηματοοικονομικών κινδύνων (βλέπε τμήμα 7.4.2). Σε μία ανάλογη αμοιβή θα έπρεπε να λαμβάνεται υπόψη τόσο η αναμενόμενη απόδοση όσο και ο κίνδυνος, και όχι μόνο η επίδοση (εκ των υστέρων) με βάση την απόδοση.

(116) Επιπλέον, εξαιτίας της υποχρέωσης επένδυσης, η Ιταλία επανειλημμένως υποστήριξε ότι τα PI υπέστησαν ζημία, αφού θα είχαν πραγματοποιήσει μεγαλύτερες αποδόσεις αν δεν ίσχυε η υποχρέωση. Η Επιτροπή θα εξετάσει το βάσιμο του επιχειρήματος που προέβαλε η Ιταλία (βλέπε τμήμα 7.4.3).

(117) Η ανάλυση που διεξήγαγε η Επιτροπή συνεπάγεται μία πολύπλοκη αξιολόγηση. Η Επιτροπή, όταν θεσπίζει μια πράξη που συνεπάγεται μία τέτοια αξιολόγηση, απολαύει ευρείας διακριτικής ευχέρειας ([46]).

(118) Τέλος, η συμφωνία που ετέθη σε ισχύ στις 4 Απριλίου 2006, είναι της 23ης Φεβρουαρίου 2006 ([47]). Η ανάλυση της Επιτροπής θα πρέπει να βασιστεί στις πληροφορίες που ήταν στη διάθεση των συμβαλλομένων μερών της συμφωνίας μέχρι τον Φεβρουάριο του 2006.

7.4.2. *Το κριτήριο του εχέφρονος δανειολήπτη που δραστηριοποιείται σε μία οικονομία αγοράς*

(119) Για τον καθορισμό του χρεωστικού επιτοκίου, ένας εχέφρων δανειολήπτης που δραστηριοποιείται σε μία οικονομία της αγοράς (εφεξής: «ιδιώτης δανειολήπτης») θα είχε λάβει υπόψη του κυρίως τα ακόλουθα στοιχεία:

— την ποσότητα της κατατεθείσας ρευστότητας,

— τη σταθερά συνιστώσα και τη μεταβλητή συνιστώσα των κατατεθειμένων ρευστοτήτων,

— τη μέση διάρκεια και τις διακυμάνσεις των κατατεθειμένων ρευστοτήτων,

— τους χρηματοοικονομικούς κινδύνους που αναλαμβάνονται.

(120) Τα ανωτέρω στοιχεία είναι διαπλεκόμενα και καθορίζουν από κοινού το επιτόκιο που ένας ιδιώτης δανειολήπτης θα ήταν διατεθειμένος να καταβάλει σε μία προοπτική κινδύνου/απόδοσης. Η παρούσα απόφαση εξετάζει αυτά τα στοιχεία κατά σειρά. Είναι λοιπόν δυνατόν να εξαχθεί ένα συμπέρασμα για τη δομή και το ύψος των σχετικών επιτοκίων, που θα συμβάλλει στον υπολογισμό της διαφοράς μεταξύ των επιτοκίων που ορίζει η συμφωνία και των επιτοκίων του ιδιώτη δανειολήπτη.

7.4.2.1. Ο όγκος των κατατεθειμένων ρευστοτήτων

(121) Πριν από το 2004, η συγκέντρωση των ταχυδρομικών τρεχούμενων λογαριασμών κατατίθετο όχι μόνο στο Δημόσιο αλλά και στο Ταμείο Παρακαταθηκών και Δανείων ([48]). Ο ακόλουθος πίνακας αναφέρει το μέσο ύψος των ταχυδρομικών τρεχούμενων λογαριασμών και των μέσων ετησίων αποθεμάτων στο δημόσιο ταμείο:

Πίνακας 4

(σε δισεκατ. ευρώ)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	(2006)
Ταχυδρομικοί τρεχούμενοι λογαριασμοί	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	([…])
Μέσα αποθέματα στο δημόσιο ταμείο	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	([…])

(122) Η σημαντική αύξηση των αποθεμάτων στο Δημόσιο από το 2002 συνδέεται με τη δημιουργία του *Conto BancoPosta*. Πριν από το *Conto BancoPosta*, ο ταχυδρομικός τρεχούμενος λογαριασμός δεν αποτελούσε ένα μέσο *retail* κατάλληλο λόγω της έλλειψης συναφών υπηρεσιών (π.χ. έλλειψη πιστωτικών και χρεωστικών καρτών), και χρησιμοποιείτο κυρίως από τη δημόσια διοίκηση και από εταιρείες που εκδίδουν πολυάριθμα τιμολόγια (δηλ. εθνικές εταιρείες κοινής ωφέλειας).

([46]) Απόφαση του Πρωτοδικείου, της 8ης Ιουλίου 2004, στην υπόθεση T-198/01, *Technische Glaswerke Ilmenau GmbH*, σημείο 97.
([47]) Με αναδρομική ισχύ, από το 2005.
([48]) Ένας ιδιώτης δανειολήπτης θα ελάμβανε υπόψη του μόνο τα ποσά τα οποία θα μπορούσε να χρησιμοποιήσει.

(123) Οι ιταλικές αρχές δήλωσαν ότι, μέσω των ταχυδρομικών τρεχούμενων λογαριασμών, το Δημόσιο απολαύει μίας πηγής σταθερής και αξιόπιστης τροφοδότησης, που αντιπροσωπεύει για το Δημόσιο μία εναλλακτική λύση έναντι της αγοράς. Επιπλέον, η Ιταλία υποστηρίζει ότι, την περίοδο 2005-2006, όταν συντάχθηκε και συνομολογήθηκε η συμφωνία, προβλεπόταν μία αύξηση των καταθέσεων στους ταχυδρομικούς τρεχούμενους λογαριασμούς.

(124) Σε αυτό το πλαίσιο, ένα δάνειο 35 δισεκατ. ευρώ σε έναν και μοναδικό δανειοδότη αποτελεί ένα σημαντικό ποσό. Ωστόσο, η Επιτροπή σημειώνει επίσης ότι το Δημόσιο εξέδωσε χρεόγραφα (διάρκειας είτε βραχείας είτε μακράς) για ένα ετήσιο ποσό περίπου 400 δισεκατ. ευρώ, την περίοδο 2001-2005 ([49]) και ότι η ζήτηση χρεογράφων ήταν υψηλότερη της έκδοσης. Συνεπώς, δεν υπήρχε ανεπάρκεια κεφαλαίων στην αγορά κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου.

(125) Επίσης, η Επιτροπή παρατηρεί ότι μία αύξηση της ταχυδρομικής συγκέντρωσης δεν συνεπάγεται απαραιτήτως αύξηση των αποθεμάτων στο Δημόσιο, δεδομένου ότι η υποχρέωση επένδυσης μπορεί, τουλάχιστον θεωρητικά να τροποποιηθεί (βλέπε κατωτέρω).

7.4.2.2. Σταθερή συνιστώσα και μεταβλητή συνιστώσα των κατατεθειμένων ρευστοτήτων

(126) Συνήθως, η αμοιβή που ένας ιδιώτης δανειολήπτης είναι διατεθειμένος να πληρώσει είναι συνάρτηση της διάρκειας των χορηγηθέντων κεφαλαίων. Τα κεφάλαια που είναι δεσμευμένα μακροπρόθεσμα αμείβονται συνήθως με βάση υψηλότερο επιτόκιο σε σύγκριση με εκείνα που είναι δεσμευμένα μόνο βραχυπρόθεσμα. Στην περίπτωση της συμφωνίας, κανένα κονδύλιο δεν δεσμεύεται πραγματικά: Εάν το επίπεδο της συγκέντρωσης των ΡΙ μειωθεί, το ύψος των ποσών που έχουν κατατεθεί στο Δημόσιο μειώνεται κατ' αναλογία. Ωστόσο, το ιστορικό επίπεδο των ποσών και η διαχρονική εξέλιξή τους δείχνουν ότι είναι δυνατόν να γίνει διάκριση μεταξύ μιας σταθεράς συνιστώσας και μίας μεταβλητής συνιστώσας των αποθεμάτων.

(127) Επειδή το Δημόσιο επιτυγχάνει πρόσβαση σε μία πηγή χρηματοδότησης που είναι σχετικώς σταθερή, οι ιταλικές αρχές θεωρούν προσήκον να βασίσουν την αμοιβή σε ένα *benchmark* που αντικατοπτρίζει μερικώς το μακροπρόθεσμο χαρακτήρα της συγκέντρωσης. Η Επιτροπή φρονεί ότι ένας ιδιώτης δανειολήπτης θα τιμαριθμοποιούσε τον όγκο της ρευστότητας, που είναι σταθερός, βάσει μεσο-μακροπρόθεσμων παραμέτρων, το δε υπόλοιπο μέρος, που είναι μεταβλητό, μέσω βραχυπρόθεσμων παραμέτρων.

(128) Όπως παρατηρήθηκε ανωτέρω, η Ιταλία όρισε την *σταθερά συνιστώσα* της συγκέντρωσης ως το ελάχιστο απόθεμα που επιτεύχθηκε σε ένα συγκεκριμένο έτος. Η διαφορά μεταξύ του συνολικού ελαχίστου αποθέματος και του συνολικού μέσου αποθέματος για αυτό το συγκεκριμένο έτος συνιστά τη *μεταβλητή συνιστώσα*.

(129) Όπως επιβεβαιώθηκε από την Ιταλία και επαληθεύθηκε από την Επιτροπή, άλλα πιστωτικά ιδρύματα χρησιμοποιούν τη διάκριση «σταθερή» σε αντιπαράθεση με τη «μη σταθερή» για να χαρακτηρίσουν το επίπεδο της συγκέντρωσης κατά την άσκηση των δραστηριοτήτων τους. Μολονότι οι τράπεζες μπορούν να χρησιμοποιήσουν διάφορες μεθόδους γι'αυτό το χαρακτηρισμό ([50]), η χρήση της μεθόδου που έχει προταθεί από τις ιταλικές αρχές είναι σχετικά απλή. Το *benchmark* που έχει προκύψει με την εφαρμογή αυτής της μεθόδου φαίνεται επίσης να μην αποκλίνει από το αποτέλεσμα που επιτεύχθηκε με άλλες παραμέτρους.

(130) Ως εκ τούτου, η Επιτροπή μπορεί να κάνει αποδεκτή τη μέθοδο που έχει προτείνει η Ιταλία για τη διάκριση μεταξύ της σταθεράς και της μεταβλητής συνιστώσας.

([49]) Η κατάθεση των ΡΙ στο Δημόσιο Ταμείο αντιστοιχεί επιπλέον μόνο στο 2,8 % του συνόλου των κρατικών χρεογράφων στις 31 Δεκεμβρίου 2005.

([50]) Η συνετή μέθοδος που χρησιμοποιείται στη μελέτη […] φαίνεται να αποτελεί ένα πολύ κοινό παράδειγμα.

(131) Αρχής γενομένης από το 1995, τα απόλυτα ποσά είναι τα ακόλουθα:

Πίνακας 5

(σε δισεκατ. ευρώ)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Μέσο απόθεμα της συγκέντρωσης	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]
Μέσο σταθερό απόθεμα της συγκέντρωσης (*ίσο με το ελάχιστο απόθεμα που επιτεύχθηκε στο ημερολογιακό έτος*)	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]
Μέσο μεταβλητό απόθεμα της συγκέντρωσης	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]

(132) Η Επιτροπή υπολόγισε ότι η σταθερή συνιστώσα και η μεταβλητή συνιστώσα αντιπροσωπεύουν κατά μέσο όρο, αντιστοίχως, το 85,4 % και το 14,6 % των ταχυδρομικών τρεχούμενων λογαριασμών κατά την περίοδο 1995-2005, με σταθερή παρέκκλιση για τη μεταβλητή συνιστώσα 4,1 %. Επιπλέον, σε πιο πρόσφατα έτη, η μεταβλητή συνιστώσα της συγκέντρωσης μειώθηκε σε σημαντικό βαθμό, φθάνοντας το 10,5 % το 2005 σε ετήσια βάση. Χρησιμοποιώντας περιόδους μηνιαίες, τριμηνιαίες και εξαμηνιαίες, η μεταβλητή συνιστώσα κατά μέσον όρο πλησιάζει ή είναι μικρότερη του 10 % για τις περιόδους 1995-2005 και 2001-2005. Οι πρώτοι μήνες του 2006 επιβεβαιώνουν αυτή την τάση.

(133) Εν κατακλείδι, η Επιτροπή θεωρεί ότι το 90 % της ταχυδρομικής συγκέντρωσης μπορεί να θεωρηθεί σχετικά σταθερό και το 10 % σχετικά μεταβλητό.

(134) Έως ότου θα υφίσταται η υποχρέωση επένδυσης, η Επιτροπή φρονεί ότι, σε ποσοστά, οι συνιστώσες σταθερή/μεταβλητή θα αντικατοπτρίζονται αναλογικά στις καταθέσεις στον ιδιώτη δανειολήπτη.

(135) Κατά συνέπεια, στο πλαίσιο της συμφωνίας, μία επιβάρυνση 10 % για τη βραχυπρόθεσμη συνιστώσα του χρεωστικού επιτοκίου φαίνεται δικαιολογημένη στη συγκεκριμένη περίπτωση. Η επιβάρυνση του μεσομακροπρόθεσμου στοιχείου είναι συνεπώς 90 %. Ωστόσο, όπως θα εξηγηθεί κατωτέρω, δεν θα είναι απαραίτητο να διεξαχθεί περισσότερο ενδελεχής ανάλυση των επιβαρύνσεων του 10 % και του 80 % των μεσομακροπρόθεσμων συνιστωσών που προβλέπονται στη συμφωνία.

7.4.2.3. Μέση διάρκεια και μεταβολές των κατατεθειμένων ρευστοτήτων

(136) Η ανάλυση μέρους του παθητικού του ισολογισμού σε ό,τι αφορά τις πηγές χρηματοδότησης απαιτεί μία τράπεζα να κατανοεί τα χαρακτηριστικά των παρόχων κεφαλαίων και των μέσων χρηματοδότησης. Για να υπολογιστούν τα *cash flow* που προκύπτουν από τις υποχρεώσεις μιας τράπεζας, αυτή θα αξιολογήσει καταρχάς όλη την εξέλιξη των υποχρεώσεών της σε ομαλές εμπορικές συνθήκες, βεβαιώνοντας ιδίως:

— το κανονικό επίπεδο του *roll-over* των καταθέσεων και άλλων υποχρεώσεων,

— την πραγματική διάρκεια των καταθέσεων που ανακαλούνται κατόπιν αιτήσεως, όπως οι καταθέσεις σε τρεχούμενο λογαριασμό και πολλοί τύποι καταθέσεων ταμιευτηρίου,

— την ομαλή αύξηση των νέων καταθέσεων.

(137) Σε ό,τι αφορά τον υπολογισμό των *roll-over* και των νέων αιτήσεων για δάνεια, μία τράπεζα μπορεί να χρησιμοποιήσει διάφορες τεχνικές για να καθορίσει τις πραγματικές διάρκειες των υποχρεώσεών της, όπως ιστορικές εξελίξεις της συμπεριφοράς των αποθεμάτων. Για τις καταθέσεις όψεως, τόσο ιδιωτικές όσο και επιχειρήσεων, πολλές τράπεζες διεξάγουν μια στατιστική ανάλυση που λαμβάνει υπόψη εποχικούς παράγοντες, ευαισθησία στα επιτόκια και άλλους μακροοικονομικούς παράγοντες. Για μερικούς μεγαλοκαταθέτες τρεχούμενου λογαριασμού, η τράπεζα μπορεί να πραγματοποιήσει μία αξιολόγηση ανά πελάτη των πιθανοτήτων *roll-over*. Η δυσκολία πραγματοποίησης αυτών των εκτιμήσεων της συμπεριφοράς των υποχρεώσεων αυξήθηκε με την αύξηση του ανταγωνισμού των εναλλακτικών επενδύσεων έναντι των καταθέσεων. Επιπλέον, υπολογίζονται τα *cash flow* που προκύπτουν από τις υποχρεώσεις μίας τράπεζας σε ανώμαλες καταστάσεις (ειδικά τραπεζικά προβλήματα ή γενικά προβλήματα της αγοράς).

(138) Σ'αυτό το πλαίσιο, η Επιτροπή εξέτασε ενδελεχώς τα στοιχεία που διαβίβασε η Ιταλία σε σχέση με το στατιστικό μοντέλο που χρησιμοποιείται από τα ΡΙ (μελέτη […]) για τον ποσοτικό υπολογισμό της συνετούς και προληπτικής εξέλιξης της ενόψει συγκέντρωσης ξεκινώντας από την ανάλυση των ιστορικών αποτελεσμάτων ([51]).

(139) Η Επιτροπή υπογραμμίζει ότι η μελέτη […] έχει στόχο να υπολογίσει ποσοτικά τη διάρκεια συμπεριφοράς των καταθέσεων όψεως και ότι […] δεν εξάγει κανένα συμπέρασμα όσον αφορά τη διάρκεια της κατάθεσης στο δημόσιο ταμείο.

(140) Για να καθορίσει τη σχετική μέση διάρκεια της συγκέντρωσης, η Επιτροπή πρέπει να λάβει υπόψη σ'αυτή την περίπτωση το πλαίσιο των δύο πιθανών τύπων διαχείρισης των κεφαλαίων: την ενεργή διαχείριση και την παθητική διαχείριση.

Παθητική διαχείριση των κεφαλαίων

(141) Η Ιταλία υποστηρίζει ότι, στο συγκεκριμένο πλαίσιο της παθητικής διαχείρισης των ρευστοτήτων των ΡΙ (το 2005 και 2006), το μοντέλο […] καθορίζει τα κριτήρια για τον καθορισμό της διάρκειας της ταχυδρομικής συγκέντρωσης. Αυτό το μοντέλο πιθανοτήτων βασίζεται στην ανάλυση της ιστορικής μεταβλητότητας των ταχυδρομικών τρεχούμενων λογαριασμών και στη συμπεριφορά των κατόχων τρεχούμενων λογαριασμών των ΡΙ ([52]) και καθορίζει τις δυναμικές συμπεριφοράς των πελατών των ΡΙ με ένα διάστημα εμπιστοσύνης 99 %.

(142) Σύμφωνα με τη μέθοδο *VaR*, που χρησιμοποιεί το δέκατο έτος ως στιγμή τελικού κλεισίματος (*cut-off*), το […] % των αποθεμάτων έχει διάρκειες συμπεριφοράς «σχεδόν άπειρες» (κατά την έννοια ότι θεωρείται πολύ απίθανο να κατέλθουν τα αποθέματα κάτω από τα 2/3 στη διάρκεια των 10 ετών) και το υπόλοιπο μέρος έχει διάρκειες από 0 έως 10 έτη (δηλαδή προβλέπεται ότι αυτό το μέρος της συγκέντρωσης μπορεί να εξαντληθεί εντός 10 ετών).

(143) Η Επιτροπή φρονεί ότι η παθητική διαχείριση των κεφαλαίων από μέρους των ΡΙ προέρχεται κυρίως από την υποχρέωση επένδυσης. Είναι λοιπόν βασικό να αξιολογηθεί με ποιο τρόπο ένας ιδιώτης δανειολήπτης θα ανέλυε την υποχρέωση επένδυσης και τη διαχρονική του διατήρηση ([53]).

(144) Καταρχάς, το αποτέλεσμα της υποχρέωσης επένδυσης είναι να μεταφέρει τη μέση διάρκεια όλων των ρευστοτήτων που προέρχονται από τους ταχυδρομικούς τρεχούμενους λογαριασμούς στον τρεχούμενο λογαριασμό των ΡΙ στο δημόσιο ταμείο. Όντως, και η Ιταλία φρονεί ότι η υποχρέωση επένδυσης αποτελεί ένα στοιχείο κλειδί για το μακρόχρονο ορισμό του όγκου των αποθεμάτων στο δημόσιο ταμείο. Ελλείψει υποχρέωσης επένδυσης, η κατάθεση των ΡΙ θα ήταν μάλλον ίδια με ένα τρεχούμενο λογαριασμό σε ιδιώτη δανειολήπτη.

(145) Δεύτερον, όπως επεξηγείται στο διάγραμμα που ακολουθεί, τα αποθέματα στο Δημόσιο υπέστησαν σημαντικές μεταβολές από το 1995 και έπειτα ([54]).

Διάγραμμα 2

[…]

(146) Οι μεταβολές οφείλονται ιδίως στις αλλαγές της σχετικής εθνικής νομοθεσίας:

— υπήρξε μία απότομη πτώση των αποθεμάτων μεταξύ 1996 και 1997, όταν ο νόμος αριθ. 662, της 23ης Δεκεμβρίου 1996, επέβαλε το κλείσιμο των λογαριασμών που χρησιμοποιούσε το Δημόσιο για να πληρώσει τις κρατικές συντάξεις,

([51]) Ακόμη και χωρίς διαρθρωμένη επίσημη μελέτη, η Επιτροπή θεωρεί ότι τα ΡΙ και το Δημόσιο Ταμείο θα έπρεπε οπωσδήποτε να έχουν πρόσβαση σε συναφή στοιχεία και αποτελέσματα βασιζόμενα σε ιστορικά στοιχεία και σε προβλέψεις της εξέλιξης των ταχυδρομικών τρεχούμενων λογαριασμών.

([52]) Η συνετή εξέλιξη προϋποθέτει συντηρητικά ένα ελάχιστο επίπεδο των καταθέσεων κατά τα επόμενα έτη, αναλύοντας την ιστορική εξέλιξη των εισροών και εκροών (μέθοδος «*Value at Risk*» ο VaR).

([53]) Η Επιτροπή φρονεί ότι ένας ιδιώτης δανειολήπτης θα πραγματοποιούσε μία τέτοια αξιολόγηση, ιδίως ενόψει του εν λόγω ακαθάριστου ποσού (βλέπε για παράδειγμα την αιτιολογική σκέψη 137 στο οποίο διευκρινίζεται ότι για ορισμένους σημαντικούς κατόχους τρεχούμενου λογαριασμού, η τράπεζα μπορεί να πραγματοποιήσει μία αξιολόγηση ανά πελάτη της πιθανότητας του *roll-over*).

([54]) Παρά τα επιχειρήματα που προέβαλε η Ιταλία, δεν υπάρχει λόγος να περιοριστεί η αξιολόγηση αυτής της πτυχής στα στοιχεία της περιόδου 2001-2006. Παρόλο που μπορεί να υπάρξει σύμφωνη γνώμη ότι η σύσταση του *Conto BancoPosta* είχε μία σημαντική επίπτωση στη συγκέντρωση των τρεχούμενων λογαριασμών, όπως επίσης και στο εμπορικό μοντέλο των χρηματοοικονομικών δραστηριοτήτων των ΡΙ, ένας ιδιώτης δανειολήπτης θα είχε λάβει υπόψη του μία περίοδο μακρύτερη.

— η συγκέντρωση παρουσίασε μία αποφασιστική αύξηση αρχής γενομένης το 2001 με την έναρξη λειτουργίας του *Conto BancoPosta* που ρυθμιζόταν από το DPR αριθ. 144/2001,

— τα αποθέματα στο Δημόσιο αυξήθηκαν σημαντικά το 2004 έναντι των προηγουμένων ετών χάρη στο υπουργικό διάταγμα της 5ης Δεκεμβρίου 2003 δυνάμει του οποίου το Δημόσιο αντικαθιστά το CDP στις σχέσεις που προκύπτουν από την υπηρεσία των ταχυδρομικών τρεχούμενων λογαριασμών.

(147) Οι ιταλικές αρχές επιβεβαιώνουν ότι αυτές οι νομοθετικές τροποποιήσεις ανταποκρίνονται στην ανάγκη του Δημοσίου να παράσχει στα ΡΙ μια μεγαλύτερη χρηματοοικονομική αυτονομία. Αυτή η διαδικασία, η οποία ξεκίνησε το 1998 με την μετατροπή των ΡΙ σε ανώνυμη εταιρεία, χαρακτηρίστηκε από την έναρξη του ταχυδρομικού τρεχούμενου λογαριασμού *retail* Conto BancoPosta το 2001.

(148) Ένα ανάλογο συμβάν, που το 2005-2006 δεν μπορούσε να προβλεφθεί κατά κανένα τρόπο (ιδίως σε ό,τι αφορά τη συγκεκριμένη στιγμή), επαναλήφθηκε στις αρχές του 2007 με τον νόμο για τον προϋπολογισμό του 2007 που μείωσε σημαντικά το πεδίο της υποχρέωσης επένδυσης. Ως αποτέλεσμα αυτού ακολούθησε μια καθαρή μείωση των κατατεθειμένων στο Δημόσιο ρευστοτήτων: το Δεκέμβριο 2007, οι καταθέσεις στο Δημόσιο αντιπροσώπευαν μόνο το 25 % περίπου της συνολικής ταχυδρομικής συγκέντρωσης. Η Επιτροπή θεωρεί ότι αυτή η τελευταία νομοθετική τροποποίηση (ιδίως οι συνέπειές της, δηλαδή η μείωση των ρευστοτήτων που είναι κατατεθειμένες στο δημόσιο ταμείο/ιδιώτη δανειολήπτη) έπρεπε να είχε προβλεφθεί από έναν συνετό επιχειρηματία τη στιγμή της σύναψης συμφωνίας, διότι η τάση ενίσχυσης της αυτονομίας της χρηματοοικονομικής διαχείρισης των ΡΙ είχε ήδη αρχίσει από μερικά έτη.

(149) Σύμφωνα με την Επιτροπή, τη στιγμή της διαπραγμάτευσης της συμφωνίας, ένας ιδιώτης δανειολήπτης θα είχε προβλέψει ότι στο ανώτατο χρονικό διάστημα των πέντε ετών θα είχε αλλάξει η υποχρέωση επένδυσης. Όπως αποδεικνύουν το διάγραμμα 2 και η αιτιολογική σκέψη 146, στα έτη 1995-2005 και σε ένα πλαίσιο στο οποίο το Δημόσιο προτίθετο να χορηγήσει στα ΡΙ μια μεγαλύτερη χρηματοοικονομική αυτονομία, η νομοθεσία όντως άλλαξε για πρώτη φορά το 1997, για δεύτερη φορά μετά από τέσσερα έτη και για τρίτη φορά μετά 2 έτη. Ένας ιδιώτης επενδυτής θα είχε λάβει υπόψη και θα είχε προβλέψει άλλες νομοθετικές τροποποιήσεις εντός του ανωτάτου ορίου των πέντε ετών, συμπεριλαμβανομένης μιας ενδεχομένης μεταβατικής περιόδου μερικών μηνών. Ακριβώς επειδή είναι συνετός, ο ιδιώτης δανειολήπτης δεν θα είχε προβλέψει να ωφεληθεί από τις ταχυδρομικές καταθέσεις για περίοδο πέραν των πέντε ετών.

(150) Σ' αυτό το πλαίσιο, το επιχείρημα που προέβαλε η Ιταλία σχετικά με μια υποτιθέμενη αόριστη διάρκεια της υποχρέωσης επένδυσης δεν μπορεί να γίνει δεκτό. Ένας ιδιώτης επενδυτής θα μπορούσε να είχε θεωρήσει απεριόριστη τη διάρκεια της υποχρέωσης επένδυσης μόνο εάν η σχετική νομοθεσία δεν ήταν τροποποιήσιμη, πράγμα που δεν αντιστοιχεί στην κατάσταση στα τέλη του 2005 (εκ των υστέρων *παρατήρηση*). Επιπλέον, πρέπει να απορριφθεί ένα περαιτέρω επιχείρημα που προέβαλε η Ιταλία, δηλαδή το γεγονός ότι τη στιγμή της σύναψης της συμφωνίας το Δημόσιο χρειάστηκε να λάβει υπόψη την υποχρέωση επένδυσης και δεν μπόρεσε να προβλέψει τη νομοθετική εξέλιξή της, η οποία δεν ενέπιπτε στις αρμοδιότητές του. Το δημόσιο ταμείο, ως συνετός δανειολήπτης που δρα σε μία οικονομία της αγοράς, θα έπρεπε να είχε λάβει υπόψη του αυτό το σημαντικότατο στοιχείο.

(151) Ακόμα και οι μεταβολές των αποθεμάτων στο Δημόσιο στην περίοδο 1995-2005, ως αποτέλεσμα των νομοθετικών τροποποιήσεων, θα έπρεπε να είχαν ωθήσει έναν ιδιώτη δανειολήπτη να λάβει υπόψη την πενταετή μέση διάρκεια, που καθορίζεται μέσω του προαναφερθέντος συνετού μοντέλου, ως ανώτατο όριο για να καθορίσει το επιτόκιό του.

(152) Ως εκ τούτου, στο πλαίσιο μιας παθητικής διαχείρισης των κεφαλαίων, η Επιτροπή φρονεί ότι, δεδομένων των συνεπειών της ενίσχυσης της χρηματοοικονομικής αυτονομίας των ΡΙ (κίνδυνος νομοθετικών τροποποιήσεων με επακόλουθη σημαντική μείωση των ρευστοτήτων κατατεθειμένων στο δημόσιο ταμείο/ιδιώτης δανειολήπτης), ένας ιδιώτης δανειολήπτης, τη στιγμή της διαπραγμάτευσης της συμφωνίας, θα είχε λάβει υπόψη την πενταετή διάρκεια ως ανώτατη διάρκεια για να καθορίσει την προσφορά του.

Ενεργή διαχείριση των κεφαλαίων

(153) Η Ιταλία δηλώνει ότι, στο συγκεκριμένο πλαίσιο της ενεργής διαχείρισης των ρευστοτήτων από μέρους των ΡΙ (που άρχισε εκ των πραγμάτων το 2007), το μοντέλο […] συνδράμει τα ΡΙ στην επιλογή της βέλτιστης *asset allocation* και στο *trade off* κίνδυνος/απόδοση. Σ'αυτό το πλαίσιο και στη βάση μιας πολύ συνετής υπόθεσης, είναι λογικό τα ΡΙ να υιοθετήσουν μια *asset allocation* με μια μέση διάρκεια που κυμαίνεται μεταξύ των […] και των […] ετών, ανάλογα με το χρησιμοποιούμενο μοντέλο ([55]).

(154) Σ' αυτό το πλαίσιο, η Επιτροπή επισημαίνει ότι:

([55]) Αυτό το δεύτερο μοντέλο που προτάθηκε από […] βασίζεται σε μια υπόθεση ακόμα πιο συντηρητική (*cut-off* στο […] έτος με διανομή της συνιστώσας με διάρκεια σχεδόν άπειρη από […] σε […] έτη) και καθορίζει μια μέση διάρκεια […] ή […] ετών (για μια *duration* του Macauley μεταξύ […] και […] ετών), αναλόγως αν ακολουθείται η μέθοδος *Value at Risk* ή το γραμμικό μοντέλο.

— η ενεργή διαχείριση των ρευστοτήτων από μέρους των PI συνεπάγεται ότι η υποχρέωση επένδυσης δεν είναι εν ισχύ,

— το μοντέλο βασίζεται στην υπόθεση ενός *cut-off* στο δέκατο έτος (το δέκατο έτος αντιπροσωπεύει τη στιγμή τελικού κλεισίματος που καθορίζεται για τη συνιστώσα διάρκειας σχεδόν άπειρης),

— η συνετή εξέλιξη είναι η βάση για τον καθορισμό του αντιστοίχου χαρτοφυλακίου επενδύσεων (θεωρητικό) ([56]),

— η διάρκεια του συνολικού όγκου των συγκεντρωθέντων κεφαλαίων στους ταχυδρομικούς τρεχούμενους λογαριασμούς διαφέρει από τη διάρκεια του απλού ταχυδρομικού τρεχούμενου λογαριασμού,

— ο τύπος του συνετού μοντέλου που εκπονήθηκε από […] χρησιμοποιείται από διάφορες ιταλικές τράπεζες στην ενεργή διαχείριση των ρευστοτήτων για να καθορίσει τη διάρκεια συμπεριφοράς στον τρεχούμενο λογαριασμό τους και να αντικατοπτρίσει κατόπιν αυτή τη διάρκεια στο πλαίσιο των τεχνικών τους ALM.

(155) Η Επιτροπή επισημαίνει ότι, σε μία ενεργή διαχείριση των κεφαλαίων, η μέση διάρκεια της συνολικής ταχυδρομικής συγκέντρωσης είναι κατ' ανώτατο όριο πέντε έτη.

(156) Εν κατακλείδι, τόσο σε μια ενεργή διαχείριση όσο και σε μια παθητική διαχείριση η πραγματική διάρκεια των αποθεμάτων που θα είχε λάβει υπόψη ένας ιδιώτης δανειολήπτης είναι ίση με κατ' ανώτατο όριο πέντε έτη.

7.4.2.4. Προσωρινό συμπέρασμα: τα σχετικά benchmark στο χρεωστικό επιτόκιο

(157) Η Επιτροπή υπενθυμίζει ότι, σύμφωνα με όσα υποστήριξε η Ιταλία, η σταθερή συνιστώσα των αποθεμάτων, της οποίας η φύση είναι μακρόχρονη, αντικατοπτρίζεται στο μακροπρόθεσμο στοιχείο του χρεωστικού επιτοκίου (90 %, που συνίστανται σε: i) στο 10 % που συνδέεται με την απόδοση των BTP 10 ετών και ii) στο 80 % που συνδέεται με την απόδοση των BTP 30 ετών). Κατ' αναλογία, η μεταβλητή συνιστώσα αντικατοπτρίζεται στο βραχυπρόθεσμο στοιχείο του χρεωστικού επιτοκίου (10 %), που συνίσταται στα BOT 12 μηνών.

(158) Βάσει αυτών των στοιχείων, η σταθμισμένη διάρκεια των μέσων που συνιστούν το χρεωστικό επιτόκιο που προβλέπεται από τη συμφωνία προκύπτει ίσον με 25 έτη.

(159) Η Επιτροπή συμφωνεί ότι ένας ιδιώτης δανειολήπτης θα τιμαριθμοποιούσε τον όγκο της συγκέντρωσης, που είναι σταθερός, με παραμέτρους μεσομακροπρόθεσμους, και το υπόλοιπο μέρος που είναι μεταβλητό, με παραμέτρους βραχυπρόθεσμους.

(160) Δεδομένου ότι ένας ιδιώτης δανειολήπτης θα είχε εκτιμήσει την πραγματική διάρκεια της σταθεράς συνιστώσας των αποθεμάτων κατ' ανώτατο όριο σε πέντε έτη, η αμοιβή της αγοράς της σταθεράς συνιστώσας θα έπρεπε να βασίζεται στην απόδοση των BTP 5 ετών. Η Επιτροπή θεωρεί ότι είναι εύλογο να χρησιμοποιήσει τα BTP ως μεσομακροπρόθεσμα *benchmark*, αφού αυτά όντως είναι μέσα χρηματοδότησης αναφοράς που χρησιμοποιούνται από τους επενδυτές.

(161) Όσον αφορά το βραχυπρόθεσμο στοιχείο του χρεωστικού επιτοκίου, τούτο αναφέρεται στη μεταβλητή συνιστώσα της κατάθεσης στο δημόσιο ταμείο/ιδιώτη δανειολήπτη. Σε περίπτωση μείωσης των αποθεμάτων σε σχέση με την προηγούμενη ημέρα, η διαφορά πρέπει να επιστρέφεται αυτομάτως στα PI καθημερινώς. Σ' αυτές τις συνθήκες, ένας ιδιώτης δανειολήπτης δεν θα επένδυε τη μεταβλητή συνιστώσα των αποθεμάτων σε BOT 12 μηνών.

(162) Κατά την Επιτροπή, τα BOT τριών μηνών και τα μέσα *overnight* φαίνονται κατάλληλα για τη διαχείριση σε καθημερινή βάση των μεταβολών των αποθεμάτων ([57]). Η αμοιβή που καταβάλλεται στα PI θα έπρεπε να αντικατοπτρίζει το επιτόκιο αυτών των δύο μέσων.

(163) Παρότι θεωρητικά είναι δυνατοί διάφοροι συνδυασμοί των βραχυπρόθεσμων μέσων, η Επιτροπή φρονεί ότι μία υποδιαίρεση 50/50 ([58]) μεταξύ εντόκων γραμματίων του δημοσίου τριών μηνών και μέσων *overnight* επιτρέπει την κατάλληλη διαχείριση των κινδύνων και αντιστοιχεί στη συμπεριφορά που θα υιοθετούσε ένας συνετός φορέας της αγοράς.

([56]) Αντιθέτως, η προληπτική εξέλιξη εκφράζει μια εκτίμηση του πώς μπορεί να εξελιχθεί η συγκέντρωση συνδεδεμένη με την υλοποίηση λογικών μακροοικονομικών σεναρίων και κανονικών εμπορικών δράσεων. Η προληπτική εξέλιξη προσφέρει τη στήριξη στον ορισμό των στόχων του προϋπολογισμού.

([57]) Σύμφωνα με το *Rapport de gestion 2005* της γαλλικής *Banque Postale*: «Les opérations de bilan liées à la gestion de la partie volatile des fonds CCP (comptes courants postaux) constituent un moindre enjeu en terme de PNB mais permettent de garantir la liquidité quotidienne. A l'actif, les fonds correspondants sont soit placés en titres de transaction ou de placement (ayant la note la meilleure attribuée par une agence de notation de renommée internationale), soit prêtés à très court terme sur le marché interbancaire (notamment au travers de prises en pensions livrées). Les prévisions du compte courant représentatif de la partie volatile sur un horizon de 3 mois, et sur un pas quotidien, permettent d'anticiper les variations importantes de liquidité et de déterminer les modalités de placement».

([58]) Τούτο σημαίνει ότι μία μεταβλητότητα overnight του 5 % θεωρείται ως η ανώτατη αξία σε ομαλές καταστάσεις. Αυτό το ύψος θεωρείται εύλογο.

(164) Η Επιτροπή θεωρεί ότι το διατραπεζικό επιτόκιο *overnight* –παρότι είναι παράμετρος της διατραπεζικής νομισματικής αγοράς και δεν αντιπροσωπεύει την επιβάρυνση της υπηρεσίας χρέους του δημοσίου– μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως ισοδύναμο για το επιτόκιο σχετικά με τις πράξεις *overnight*.

(165) Η Επιτροπή επισημαίνει ότι, κατόπιν του νόμου για τον προϋπολογισμό 2007, τα PI άρχισαν μια ενεργή διαχείριση των ρευστοτήτων τους που προκύπτουν από τους ταχυδρομικούς τρεχούμενους λογαριασμούς. Η μέση διάρκεια των επενδύσεων σε χρεόγραφα των PI είναι […]-[…] έτη ([59]). Το 85 % είναι επενδυμένο σε χρεόγραφα που έχουν διάρκεια μεταξύ των […] και των […] ετών, ενώ το υπόλοιπο μέρος είναι επενδυμένο σε μέσα με ανώτατη διάρκεια […] έτος. Αυτά τα στοιχεία επικυρώνουν *εκ των υστέρων* τα ήδη εκτεθέντα συμπεράσματα της Επιτροπής.

7.4.2.5. Χρηματοοικονομικοί κίνδυνοι

(166) Γενικώς, είναι δυνατόν να γίνει διάκριση μεταξύ τεσσάρων βασικών τύπων χρηματοοικονομικών κινδύνων:

— κίνδυνος της αγοράς (π.χ. κίνδυνος *equity*, κ.οπ.),

— κίνδυνος πίστης (κίνδυνος αθέτησης),

— κίνδυνος ρευστότητας (*funding liquidity risk και market liquidity risk*),

— κίνδυνος επιτοκίου (κίνδυνος της καμπύλης των αποδόσεων, κίνδυνος *refixing*).

(167) Δεδομένης της φύσης των κατατεθειμένων ποσών, η Επιτροπή θεωρεί ότι οι κίνδυνοι πίστης και οι κίνδυνοι αγοράς είναι πολύ περιορισμένοι ([60]).

(168) Για την κατάθεση των ρευστοτήτων στο Δημόσιο υφίστανται δύο βασικοί κίνδυνοι: ο κίνδυνος επιτοκίου και ο κίνδυνος ρευστότητας [βλέπε BIS (2003), BIS (2006), BIS (2008) e IIF (2007) ([61])].

(169) Ο κίνδυνος επιτοκίου ([62]) είναι ο κίνδυνος οι βραχυπρόθεσμοι τόκοι να αυξηθούν κατά τη διάρκεια της ζωής των μακροπρόθεσμων επενδύσεων ενώ τα μακροπρόθεσμα επιτόκια παραμένουν αμετάβλητα, ή –σε μια ανάλογη προοπτική της αξίας της αγοράς– η αξία της αγοράς της *equity* να μειωθεί ενώ η καμπύλη των αποδόσεων ανεβαίνει, δεδομένου ότι η αξία των στοιχείων του ενεργητικού μειώνεται περισσότερο από τις υποχρεώσεις εάν αυτές έχουν συντομότερη πραγματική διάρκεια.

(170) Ωστόσο, ο μηχανισμός τιμαριθμοποίησης που προβλέπεται στη συμφωνία περιλαμβάνει ιδίως τη δεκαπενθήμερη ενημέρωση του επιτοκίου των τριών συνιστωσών, καθορίζοντας με αυτό τη μεταβλητότητα της τιμαριθμοποίησης. Κατά συνέπεια, οι καταθέσεις στο Δημόσιο δεν αποδεικνύονται εκτεθειμένες σε κινδύνους κεφαλαιακών απωλειών, αλλά μόνο σε κίνδυνο μείωσης των τόκων ([63]). Με μεταβλητό επιτόκιο, ο κίνδυνος μοιράζεται στα μέρη.

(171) Ο κίνδυνος ρευστότητας (*funding liquidity risk*) αναφέρεται στην ικανότητα χρηματοδότησης των αυξήσεων των στοιχείων ενεργητικού και της αντιμετώπισης των δεσμεύσεων στο ρυθμό που φθάνουν στη λήξη τους ([64]). Η διαχείριση των ρευστοτήτων είναι ως εκ τούτου μια σημαντική δραστηριότητα που διεξάγεται από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και τις τράπεζες. Η ανάλυση της ρευστότητας προϋποθέτει ότι η διεύθυνση της τράπεζας όχι μόνο μετρά τη θέση ρευστότητας της τράπεζας σε μόνιμη βάση, αλλά επίσης εξετάζει την ενδεχόμενη εξέλιξη των απαιτήσεων χρηματοδότησης σύμφωνα με διάφορα σενάρια, ακόμα και σε δυσμενείς συνθήκες ([65]).

([59]) Η ανάλυση […] αναφέρεται σε μια μέση διάρκεια του […] για το χαρτοφυλάκιο των PI στο 2007.

([60]) Ο ισολογισμός 2005 των PI διευκρινίζει: «Κίνδυνος της αγοράς: σχετίζεται με τα χρηματοοικονομικά στοιχεία του ενεργητικού που η επιχείρηση προτίθεται να πωλήσει. Μέχρι τούδε, πράγματι, δεν υπάρχουν στοιχεία ενεργητικού που διατηρούνται με το συγκεκριμένο στόχο του trading. Κίνδυνος πίστης: ως κίνδυνος πίστης εννοείται ο κίνδυνος αθέτησης των αντισυμβαλλομένων χρεωστών των PI. Επειδή ο όμιλος Poste δεν δικαιούται να προβεί σε δανειοδότηση, ο κίνδυνος περιορίζεται αποκλειστικά στα επενδυτικά μέσα του χαρτοφυλακίου (κίνδυνος έκδοσης)».

([61]) BIS (2003), «Principles for the Management and Supervision of Interest Rate Risk», BCBS, Σεπτέμβριος, σ. 6-8, (http://www.bis.org/publ/bcbs102.pdf?noframes=1), BIS (2006), «The Management of Liquidity Risk in Financial Groups», BCBS, Μάιος (http://www.bis.org/publ/joint16.pdf?noframes=1), BIS (2008), «Liquidity Risk: Management and Supervisory Challenges», BCBS, Φεβρουάριος (http://www.bis.org/publ/bcbs136.pdf?noframes=) BCBS, Φεβρουάριος, IIF (2007), «Principles of Liquidity Risk Management», Μάρτιος, παράρτημα 1.

([62]) Ο ισολογισμός 2005 των PI αναφέρει τα εξής: «Κίνδυνος επιτοκίου στις χρηματοοικονομικές ροές και πολιτική hedging: συνδέεται με χρηματοοικονομικά στοιχεία ενεργητικού που αμείβονται με κυμαινόμενο επιτόκιο. Η επιχείρηση τη δυνατότητα να πραγματοποιήσει πολιτική κάλυψης (hedging) που προβλέπει τη χρησιμοποίηση παράγωγων χρηματοπιστωτικών μέσων αποκλειστικά στα καθορισμένα επίπεδα του rating, συγκέντρωσης, ποσού».

([63]) Βλέπε επίσης την επιστολή της […] της 13ης Φεβρουαρίου 2006.

([64]) Ο ισολογισμός 2005 των PI διευκρινίζει: «Ως κίνδυνος ρευστότητας νοείται ο κίνδυνος δυσκολιών στην εξεύρεση κεφαλαίων για την αντιμετώπιση των αναλήψεων υποχρεώσεων που προκύπτουν από τα χρηματοοικονομικά μέσα. Ο κίνδυνος ρευστότητας μπορεί να προκύψει από την ανικανότητα πώλησης μιας χρηματοοικονομικής δραστηριότητας ταχέως σε μία αξία πλησίον στην fair value ή ακόμα από την ανάγκη συγκέντρωσης κεφαλαίων με επιτόκια μη δίκαια. Πρόκειται για ένα αμελητέο κίνδυνο, αφού υπάρχει ουσιαστική ισορροπία όσον αφορά τη διαχρονική διάρκεια μεταξύ της δανειοδότησης και των πηγών χρηματοδότησης».

([65]) Πβλ. *Sound Practices for Managing Liquidity in Banking Organizations – Basel Committee on Banking Supervision*, Βασιλεία – Φεβρουάριος 2000.

(172) Στη συγκεκριμένη περίπτωση, το *funding liquidity risk* και ο κίνδυνος της καμπύλης των αποδόσεων επιβαρύνουν εξ ολοκλήρου τον δανειολήπτη και όχι τα ΡΙ. Πιο συγκεκριμένα, στην υπόθεση που οι κάτοχοι τρεχούμενου λογαριασμού αποσύρουν όλες τις καταθέσεις, είναι το κράτος που υποχρεούται να παράσχει στα ΡΙ τα αναγκαία ποσά για να αντιμετωπίσει τη ζήτηση· άρα σ' αυτή την υπόθεση τα ΡΙ δεν θα είναι υποχρεωμένα να προσφύγουν σε αυτοχρηματοδότηση.

(173) Η Επιτροπή υπογραμμίζει ότι το υπό εξέταση καθεστώς δεν επιτρέπει τον ίδιο βαθμό βεβαιότητας σε ό,τι αφορά τις ρευστότητες στη διάθεση του δανειολήπτη. Τα εκδοθέντα και πωληθέντα χρεόγραφα από έναν φορέα αποφέρουν στον τελευταίο ολόκληρο το ποσό για ολόκληρη τη διάρκεια αυτών των χρεογράφων. Ο μηχανισμός της συμφωνίας δεν οδηγεί στο ίδιο αποτέλεσμα αφού τα διαθέσιμα για τον δανειολήπτη ποσά αλλάζουν καθημερινώς και μπορούν επίσης να μειωθούν σημαντικά σε περίπτωση δυσμενών συνθηκών.

(174) Κατά συνέπεια, το επιτόκιο που χορηγείται στα ΡΙ θα έπρεπε, καταρχήν, να είναι χαμηλότερο του επιτοκίου που προσφέρεται για χρεόγραφα ισοδύναμης διάρκειας. Η Επιτροπή θεωρεί συνεπώς ότι πρέπει να εφαρμοστεί μια μείωση του βασικού επιτοκίου που θα πρόσφερε ένας ιδιώτης δανειολήπτης για να λάβει υπόψη τον κίνδυνο ρευστότητας.

(175) Η Επιτροπή γνωρίζει τη δυσκολία να υπολογιστεί ποσοτικά με ακρίβεια το *markdown* σχετικά με τον κίνδυνο ρευστότητας. Στην υπό εξέταση περίπτωση, η συμφωνία και η μεθοδολογία της Επιτροπής προβλέπουν ήδη μια κατάλληλη μείωση στο βαθμό που ορίζουν μία μεταβλητή συνιστώσα συνδέοντάς την με ένα επιτόκιο βασιζόμενο στα βραχυπρόθεσμα μέσα.

(176) Τέλος, η Επιτροπή φρονεί ότι τα επιχειρήματα που προέβαλε η Ιταλία σχετικά με μια υποτιθέμενη δυσκαμψία της παραμετρικής επένδυσης που ορίζεται από τη συμφωνία πρέπει να απορριφθούν διότι:

i) δεν λαμβάνουν υπόψη τον κίνδυνο ρευστότητας·

ii) κάνουν αναφορά σε ένα άλλο επιχείρημα της Ιταλίας σχετικά με τα κόστη ευκαιρίας που συνδέονται με την αδυναμία διεξαγωγής μιας ενεργούς διαχείρισης των πόρων, η οποία αντιμετωπίζεται (και απορρίπτεται) στο τμήμα VII.4.3 της παρούσας απόφασης·

iii) η Ιταλία μόνο *εκ των υστέρων* υποστήριξε ότι η συμφωνία προέβλεπε μία αντιστάθμιση για την υποτιθέμενη δυσκαμψία. Οι ιταλικές αρχές δήλωσαν ότι «η λογική που ενέπνευσε τον ορισμό του καλαθιού δεν βασίστηκε στον καθορισμό ενός spread αντισταθμιστικού αυτού του περιορισμού αυτονομίας» και ότι «το συμφωνηθέν καλάθι παρήγαγε εκ των υστέρων μια διαφορά που, εάν αφενός αντισταθμίζει τα ΡΙ για την υποχρέωση επένδυσης και για την αδυναμία διαχείρισης, αφετέρου είναι συνεπές για το δημόσιο ταμείο». Αυτή η *εκ των υστέρων* συλλογιστική δεν φαίνεται να είχε ληφθεί υπόψη κατά τη διάρκεια της διαπραγμάτευσης της συμφωνίας και δεν μπορεί κατά συνέπεια να θεωρηθεί σχετική όσον αφορά την παρούσα απόφαση.

7.4.2.6. Συμπέρασμα: ορισμός του επιτοκίου που προσφέρεται από έναν ιδιώτη δανειολήπτη (ύπαρξη κρατικής ενίσχυσης)

(177) Ακολουθεί μια σύγκριση μεταξύ των επιτοκίων που καθορίζονται στη συμφωνία και εκείνων που προσφέρονται από έναν ιδιώτη δανειολήπτη ([66]) σύμφωνα με την ανάλυση της Επιτροπής:

Πίνακας 6

	Συμφωνία		Ιδιώτης δανειολήπτης	
	Μέσο/απόδοση	Βάρος	Μέσο/απόδοση	Βάρος
Σταθερά συνιστώσα	ΒΤΡ 30 ετών	80 %	ΒΤΡ 5 ετών	90 %
	ΒΤΡ 10 ετών	10 %		
Μεταβλητή συνιστώσα	ΒΟΤ 12 ετών	10 %	ΒΟΤ 3 ετών	5 %
			Διατραπεζικό επιτόκιο *overnight*	5 %

([66]) Όπως στη συμφωνία, τα επιτόκια της μεθοδολογίας του ιδιώτη δανειολήπτη υπολογίζονται χρησιμοποιώντας παραμέτρους κυμαινόμενου επιτοκίου (με δεκαπενθήμερη ενημέρωση).

Πίνακας 6α

	Επιτόκιο της συμφωνίας	Επιτόκιο του ιδιώτη δανειολήπτη
2005	3,90	2,81
2006	4,25	3,60
2007	4,70	4,23

(178) Επειδή τα *benchmark* που χρησιμοποιούνται στη συμφωνία έχουν διάρκειες μεγαλύτερες σε σύγκριση με το *benchmark* «της αγοράς», και κατά συνέπεια αποδόσεις υψηλότερες κατά την σχετική περίοδο ([67]), και ο επιμερισμός των κινδύνων είναι υπέρ των ΡΙ περισσότερο απ' ότι θα συνέβαινε εάν ανελάμβανε τον κίνδυνο των κατατεθειμένων ρευστοτήτων των χρεωστικό επιτόκιο που ορίζει η Ιταλία παρέχει ένα πλεονέκτημα στα ΡΙ.

(179) Ως εκ τούτου, το καθεστώς που συνίσταται στην πληρωμή χρεωστικού επιτοκίου από μέρους του Δημοσίου για τις ρευστότητες που έχουν καταβάλει τα ΡΙ δυνάμει του νόμου για τον προϋπολογισμό 2006 και της συμφωνίας συνιστά κρατική ενίσχυση.

(180) Τέλος, η Επιτροπή παρατηρεί ότι δεν υπάρχει ένας και μοναδικός συνδυασμός βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων μέσων που να είναι ο συνδυασμός κατεξοχήν συμβατός με την αγορά. Σύμφωνα με την Επιτροπή, η συνολική ισορροπία των μέσων που χρησιμοποιούνται και των αντιστοίχων βαρών επιτρέπει να εξαχθεί το συμπέρασμα εάν το χρεωστικό επιτόκιο τηρεί ή όχι την αρχή του συνετού δανειολήπτη που δρα σε μια οικονομία της αγοράς. Το χρεωστικό επιτόκιο που ορίζεται από τη συμφωνία δεν πληροί αυτό το κριτήριο της αναλογικότητας, που ένας ιδιώτης δανειολήπτης θα είχε εφαρμόσει στις ρευστότητες που έλαβε σε κατάθεση.

7.4.3. *Ανάλυση των επενδυτικών πολιτικών των ΡΙ ελλείψει υποχρέωσης επένδυσης*

(181) Για λόγους πληρότητας από τεχνολογική άποψη, είναι σκόπιμο να εξεταστεί εάν οι ενδεχόμενες εναλλακτικές επενδύσεις που έχουν ληφθεί υπόψη από τα ΡΙ στην υπόθεση απουσίας υποχρέωσης δανεισμού προσφέρουν μια παρόμοια ή ανώτερη απόδοση από εκείνη που ορίζεται στη συμφωνία ή από τη μεθοδολογία του υπολογισμού της Επιτροπής.

(182) Γι' αυτό το σκοπό, η Επιτροπή, στην αξιολόγηση που ακολουθεί, θα αναλύσει το χρηματοοικονομικό κίνδυνο και την απόδοση, παράγοντες καθοριστικούς για ένα φορέα της αγοράς στην υλοποίηση των χρηματοοικονομικών συναλλαγών.

7.4.3.1. Περίληψη των παρατηρήσεων που υπέβαλε η Ιταλία ([68])

(183) Η Ιταλία ανέφερε ότι τα ΡΙ τιμωρούνται στην *asset allocation* από την υποχρέωση δανεισμού στο δημόσιο ταμείο, μην έχοντας δυνατότητες επενδύσεων, σε πιο αποδοτικές μορφές, της ρευστότητας που προέρχεται από τους ταχυδρομικούς τρεχούμενους λογαριασμούς.

(184) Η Ιταλία υποστηρίζει ότι, εν απουσία της υποχρέωσης δανεισμού, τα ΡΙ:

i) Θα είχαν επενδύσει τη ρευστότητα που προέρχεται από τους ταχυδρομικούς τρεχούμενους λογαριασμούς σε μέσα όμοια με εκείνα που χρησιμοποιούνται από τις ασφαλιστικές υπηρεσίες των ΡΙ, ιδίως από τις Poste Vita SpA. Αναφερόμενες στις επιτροπές ορισμένων ενδιάμεσων χρηματοπιστωτικών οργανισμών

([67]) Σήμερα, βάσει των βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων επιτοκίων, η καμπύλη των επιτοκίων έχει αναστραφεί. Αυτό όμως δεν μπορούσε να προβλεφθεί το 2005-2006, τη στιγμή της σύναψης της συμφωνίας.

([68]) Μία περισσότερο ενδελεχής παρουσίαση των παρατηρήσεων που υπέβαλε η Ιταλία εμφανίζεται στο τμήμα 6.

(βλέπε αιτιολογική σκέψη 73), οι ιταλικές αρχές κρίνουν ότι η αμοιβή που προβλέπεται από τη συμφωνία είναι στο ίδιο επίπεδο με την αμοιβή των χορηγήσεων των Poste Vita SpA (βλέπε αιτιολογική σκέψη 74 και ακόλουθα). Ιδίως, αυτές αναφέρουν αφενός ότι οι ασφάλειες ζωής του κλάδου I είναι προϊόντα συγκρίσιμα με τους ταχυδρομικούς τρεχούμενους λογαριασμούς και αφετέρου ότι η μέση απόδοση της διαχείρισης αυτών των προϊόντων (π.χ. *Posta Più*) ανήλθε σε 4,68 % την περίοδο 2002-2006, έναντι μιας μέσης τιμής της παραμέτρου ίσης με 4,55 %.

ii) Θα είχαν διαφοροποιήσει το χαρτοφυλάκιό τους βάσει του πιστωτικού κινδύνου [βλέπε αιτιολογική σκέψη 85 σημείο i)].

iii) Θα είχαν υιοθετήσει μια ενεργή διαχείριση των ιδίων κεφαλαίων [βλέπε αιτιολογική σκέψη 85 σημείο iv)]. Μια κατάλληλη διαχείριση των κεφαλαίων θα πρόσφερε μεγαλύτερη απόδοση, όπως αποδεικνύουν η προηγούμενη εμπειρία (υπόθεση *La Poste* και ενεργή διαχείριση του τύπου *trading system*) και οι μελλοντικές εξελίξεις.

(185) Η Επιτροπή θα αποδείξει πρώτον ότι αυτές οι πολιτικές εναλλακτικών επενδύσεων δεν είναι σημαντικές στο πλαίσιο της παρούσας ανάλυσης και δεύτερον ότι το αποτέλεσμά τους δεν μπορεί να χρησιμοποιηθεί για να αποδειχθεί ότι η συμφωνία δεν παρέχει κανένα πλεονέκτημα στα ΡΙ.

(186) Στο πλαίσιο της σύγκρισης μεταξύ ΡΙ και τραπεζών του ιδιωτικού τομέα, η Ιταλία αναφέρει [βλέπε αιτιολογική σκέψη 85 σημείο ii)] ότι το περιθώριο επιτοκίου που επιτυγχάνεται από ορισμένες τράπεζες του ιδιωτικού τομέα, σε σχέση με τη συνιστώσα που προκύπτει από τις καταθέσεις που συγκεντρώνονται από το δίκτυό τους είναι σημαντικά μεγαλύτερο από εκείνο των ΡΙ. Επιπλέον, οι χορηγήσεις των τραπεζών που ενεργοποιούνται στον δημόσιο τομέα είναι συγκρίσιμες με εκείνες των ΡΙ [βλέπε αιτιολογική σκέψη 85 σημείο iii)]. Αυτά τα στοιχεία αποδεικνύουν την απουσία κρατικών ενισχύσεων υπέρ των ΡΙ.

(187) Η Επιτροπή θα αποδείξει ότι οι συγκρίσεις που επεσήμανε η Ιταλία (ιδίως από την ανάλυση […]) δεν είναι σημαντικές.

7.4.3.2. Γενικές παρατηρήσεις για τη συνάφεια της ανάλυσης […] και των επιστολών που απεστάλησαν από τους ενδιάμεσους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς

(188) Η ανάλυση […] και οι επιστολές που εστάλησαν από τους ενδιάμεσους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς στα ΡΙ προς επιβεβαίωση της συμφωνίας με την αγορά του συντελεστή αμοιβής που προβλέπει η συμφωνία απαιτούν παρατηρήσεις γενικού χαρακτήρα από μέρους της Επιτροπής.

i) Οι επιστολές και η ανάλυση θα μπορούσαν να αποτελούν μέρος των εμπορικών σχέσεων μεταξύ των συντακτών και των ΡΙ. Η Επιτροπή πρέπει να τις αντιμετωπίσει με ιδιαίτερη προσοχή.

ii) Τα γενικά συμπεράσματα της ανάλυσης […] εγείρουν αμφιβολίες αφού […] η ίδια αναφέρει ότι «οι υποθέσεις και το αρχικό συμπέρασμα, όπως επισημάνθηκε σ' αυτή την παρουσίαση, βασίζονται στις πληροφορίες που παρέσχον τα ΡΙ (και η κατανόησή τους από μέρους […]). Αυτές οι πληροφορίες είναι επιδεκτικές διαφόρων ερμηνειών· κατά συνέπεια, η ανάλυση θα μπορούσε να οδηγήσει σε διαφορετικές λύσεις και συμπεράσματα».

iii) Η Επιτροπή υπενθυμίζει ότι το επιτόκιο που προβλέπεται στη συμφωνία είναι τιμαριθμημένο με παραμέτρους μεταβλητού χαρακτήρα. Η χρήση αυτών των παραμέτρων αποφασίστηκε ελεύθερα από το Δημόσιο και από τα ΡΙ και δεν είναι συνέπεια καμίας νομικής υποχρέωσης. Η Επιτροπή συμφωνεί με τις ιταλικές αρχές ότι η επιβολή παραμέτρων μεταβλητού χαρακτήρα αποτελεί μία λογική επιλογή για τα μέρη τη στιγμή της σύναψης της συμφωνίας.

Η ανάλυση […] ωστόσο, συγκρίνει κυρίως τις παραμέτρους της συμφωνίας με μέσα που βασίζονται σε σταθερά επιτόκια.

Τα μεταβλητά επιτόκια είναι μικρότερα των σταθερών επιτοκίων της ιδίας διάρκειας ([69]). Επεξηγηματικά, ο κατωτέρω πίνακας αναφέρει τα μέσα ετήσια επιτόκια των εκδόσεων του Δημοσίου BTP σταθερού επιτοκίου (BTP 5 και 10 ετών) και των CCT (έντοκα γραμμάτια του δημοσίου), χρεογράφων επταετούς διάρκειας κυμαινόμενου επιτοκίου ([70]).

Πίνακας 7

(%)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
BTP 5 ετών	5,30	4,59	4,56	3,27	3,34	2,84	3,60	4,23
BTP 10 ετών	5,57	5,13	5,46	4,20	4,29	3,54	3,95	4,41
CCT 7 ετών	4,40	4,35	3,41	2,36	2,12	2,20	3,13	4,12

Επιπλέον, η ανάλυση συγκρίνει ενεργές διαχειρίσεις (βλέπε κατωτέρω) των καταθέσεων στο Δημόσιο και λαμβάνει υπόψη τα κέρδη κεφαλαίου στην τεκμαρτή αμοιβή που λαμβάνουν τα PI. Ωστόσο, ο μηχανισμός της συμφωνίας, ακριβώς για την τιμαριθμοποίησή του με επιτόκια μεταβλητού χαρακτήρα, δεν μπορεί να δημιουργήσει ούτε κέρδη ούτε ζημίες στο λογαριασμό κεφαλαίου. Κατά συνέπεια, στην απόδειξη που προβάλει η Ιταλία, οι συγκρίσεις με στόχο των καθορισμό κατά πόσον τα PI θίγονται από την υποχρέωση θα ήταν ορθές εάν βασίζονταν σε παραμέτρους μεταβλητού χαρακτήρα. Τα επιτόκια που τα PI θα μπορούσαν να επιτύχουν θεωρητικά βάσει της ανάλυσης είναι αμελητέα –και ενδεχομένως υπερεκτιμημένα– ιδίως διότι βασίζονται σε μέσα σταθερού επιτοκίου ([71]).

iv) Τέλος, η ανάλυση […] και οι επιστολές των ενδιάμεσων χρηματοπιστωτικών οργανισμών συγκρίνουν μεταξύ τους μέσα που χαρακτηρίζονται από διαφορετικά επίπεδα κινδύνου. Για παράδειγμα, όπως ήδη αναφέρθηκε ανωτέρω (βλέπε τμήμα 7.4.2), τα PI δεν είναι εκτεθειμένα σε κανένα κίνδυνο ρευστότητας των κατατεθειμένων κεφαλαίων στο Δημόσιο στο πλαίσιο της συμφωνίας, ενώ είναι εκτεθειμένα σ' αυτό τον τύπο κινδύνου όταν πραγματοποιεί επενδύσεις υπό κανονικές συνθήκες. Κατά τον ίδιο τρόπο, οι επενδύσεις σε ασφαλιστικά προϊόντα είναι εκτεθειμένες σ' ένα κίνδυνο της αγοράς ([72]), ενώ αυτός ο κίνδυνος είναι ασήμαντος στην περίπτωση των καταθέσεων στο δημόσιο ταμείο/ιδιώτη δανειολήπτη. Αυτές οι πλευρές σχετικά με τον κίνδυνο δεν υπογραμμίστηκαν ούτε υπολογίστηκαν ποσοτικά ποτέ κατά ουσιαστικό τρόπο στις επιτροπές που εστάλησαν στα PI.

(189) Συνεπώς, η Επιτροπή δεν μπορεί να συνάγει, ούτε βάσει των επιστολών των ενδιάμεσων χρηματοπιστωτικών οργανισμών ούτε βάσει της ανάλυσης, ότι τα PI θίγονται από την υποχρέωση χορήγησης.

7.4.3.3. Σύγκριση μεταξύ των ασφαλιστικών υπηρεσιών

(190) Ακόμη και αν λάβει υπόψη την υποχρέωση χορήγησης, η Επιτροπή δε συμμερίζεται τη γνώμη των ιταλικών αρχών βάσει της οποίας οι ασφάλειες ζωής του κλάδου I που διακινούνται από την Poste Vita SpA είναι προϊόντα συγκρίσιμα με τους ταχυδρομικούς τρεχούμενους λογαριασμούς, λόγω της διαφορετικής φύσης των πόρων. Για παράδειγμα:

([69]) Αρχής γενομένης από το 1997, τα επιτόκια των CCT είναι μικρότερα από εκείνα των BTP 5 και 10 ετών, εκτός από τα έτη 1997 και 1998.

([70]) Τα CCT είναι χρεόγραφα κυμαινόμενου επιτοκίου που έχουν διάρκεια επτά ετών. Οι τόκοι καταβάλλονται με τοκομερίδια με καθυστέρηση έξι μηνών τιμαριθμοποιημένα προς την απόδοση των εξαμηνιαίων BOT.

([71]) Το επιχείρημα της Ιταλίας σχετικά με το γεγονός ότι οι αποδόσεις των χαρτοφυλακίων σταθερού επιτοκίου τείνουν να ευθυγραμμιστούν με εκείνες μεταβλητού επιτοκίου σε μία σημαντική χρονική διάρκεια (10 έτη), και η επακόλουθη ανάγκη να ληφθεί υπόψη μια περίοδος 10 ετών για την ανάλυση, αναλύεται και αμφισβητείται το κεφάλαιο «Ενεργή διαχείριση του τύπου trading system».

([72]) Ο ισολογισμός της χρήσης 2006 του PI αναφέρει ότι «ο κίνδυνος αγοράς αφορά εκείνα τα χρηματοοικονομικά στοιχεία ενεργητικού που στα προγράμματα της επιχείρησης είναι προς πώληση. Κατά την ημερομηνία του κλεισίματος του ισολογισμού σχεδόν το σύνολο αυτών των στοιχείων ανήκει στα χρηματοοικονομικά μέσα που κατέχει η θυγατρική Poste Vita SpA στο πλαίσιο των ξεχωριστών διαχειρίσεων (Ramo I)».

— οι ασφάλειες είναι προϊόντα κεφαλαιοποίησης ενώ οι ταχυδρομικοί τρεχούμενοι λογαριασμοί χρησιμεύουν κυρίως για μεταφορά χρήματος, τηλεφωνικώς, ηλεκτρονικώς, ή μέσω καταθέσεων κατατεθειμένων στο υποκατάστημα· επιπλέον, σε γενικές γραμμές, οι πελάτες δεν μπορούν να αντικαταστήσουν τους τρεχούμενους λογαριασμούς με άλλα τραπεζικά προϊόντα,

— η αποδοτικότητα των ασφαλιστηρίων είναι σαφώς ανώτερη εκείνης των ταχυδρομικών τρεχούμενων λογαριασμών,

— το σχετικό με τα έσοδα των ασφαλιστηρίων φορολογικό καθεστώς μπορεί να είναι διαφορετικό από εκείνο σχετικά με τους τόκους των ταχυδρομικών τρεχούμενων λογαριασμών.

(191) Κατά συνέπεια, δεν είναι σημαντικό για την διεξαγόμενη ανάλυση να συγκριθούν τα επιτόκια που προβλέπονται στη συμφωνία με εκείνα που προκύπτουν από τη διαχείριση των ασφαλιστικών προϊόντων.

(192) Παρόλο που δεν ήταν απολύτως αναγκαίο, η Επιτροπή όμως συνέκρινε την απόδοση που προκύπτει από την εφαρμογή της συμφωνίας στη μέση απόδοση που επιτυγχάνεται από τη διαχείριση *Posta Più*, ασφαλιστικό προϊόν συνδεδεμένο με ξεχωριστές διαχειρίσεις του κλάδου I που εκδίδονται από την Poste Vita SpA, που έχει αναφερθεί από τις ιταλικές αρχές ως εναλλακτική επένδυση των ΡΙ εν απουσία της υποχρέωσης χορήγησης.

(193) Η απόδοση της *Posta Più* που αναφέρεται από την Ιταλία, εκφρασμένη σε ακαθάριστους όρους (ακαθάριστο δηλαδή από τα έξοδα διαχείρισης) ([73]) δεν μπορεί να θεωρηθεί ισοδύναμη με εκείνη που επιτυγχάνεται από τα ΡΙ στην αγορά εν απουσία της υποχρέωσης χορήγησης. Η Επιτροπή θεωρεί ότι το επιτόκιο που προβλέπεται στη συμφωνία αναφέρεται σε καθαρό επιτόκιο, το οποίο είναι το επιτόκιο που προσφέρει ο επενδυτής, αφαιρουμένων των εξόδων διαχείρισης ([74]).

(194) Γι' αυτή την ανάλυση, μαζί με μία ετήσια εξέταση, η Επιτροπή έλαβε υπόψη στοιχεία μέσου όρου, για να περιορίσει, π.χ. το αποτέλεσμα της μεταβλητότητας των επιτοκίων.

(195) Η Επιτροπή συνέκρινε τα επιτόκια που προκύπτουν από τη συμφωνία στην περίοδο 2005-2007 με τις καθαρές αποδόσεις των ασφαλιστικών προϊόντων της Poste Vita SpA, συνδεδεμένων με τις ξεχωριστές διαχειρίσεις του κλάδου I [Posta Più e Posta Valore ([75])].

Πίνακας 8

(%)

	Καθαρή απόδοση *Posta Più* ([1])	Καθαρή απόδοση *Posta Valore* ([1])	Συμφωνία	Επιτόκια ιδιώτη δανειολήπτη
31 Δεκεμβρίου 2005	3,00	3,08	3,90	2,81
31 Δεκεμβρίου 2006	2,80	2,63	4,25	3,60
31 Δεκεμβρίου 2007	2,71	2,46	4,70	4,23
Μέσος όρος	2,8	2,7	4,3	3,5

([1]) Πηγή: ιστότοπος ΡΙ.

([73]) Οι επιστολές των ενδιάμεσων χρηματοπιστωτικών οργανισμών φαίνεται να αναφέρονται και αυτές σε ακαθάριστες αποδόσεις (βλέπε επιστολή της […] της 4ης Οκτωβρίου 2006).

([74]) Η Επιτροπή δεν φρονεί ότι υφίστανται σημαντικές δαπάνες μετάβασης σύμφωνα με τη μεθοδολογία του ιδιώτη δανειολήπτη ούτε και σύμφωνα με τη συμφωνία.

([75]) Η Επιτροπή επισήμανε ότι άλλα προϊόντα της Poste Vita SpA συνδεδεμένα με ξεχωριστές διαχειρίσεις όπως το Posta Pensione e Dinamica, δεν είναι συγκρίσιμα όσον αφορά τη δραστηριότητα με την Posta Valore και την Posta Più. Ενώ το σύνολο των δραστηριοτήτων της ξεχωριστής διαχείρισης Dinamica ανέρχεται σε περίπου 120 εκατ. ευρώ, το σύνολο της ξεχωριστής διαχείρισης Posta Più υπερβαίνει τα 6,5 δισεκατ. ευρώ. Βλέπε επίσης τις επιστολές […].

(196) Τα επιτόκια που προκύπτουν από την εφαρμογή της συμφωνίας είναι σημαντικά υψηλότερα από τις καθαρές αποδόσεις της Posta Più, που θεωρούνται από την Ιταλία ως εναλλακτική επένδυση εν απουσία υποχρέωσης χορήγησης.

(197) Η Επιτροπή επισημαίνει ότι τα επιτόκια που ορίζονται στη συμφωνία είναι υψηλότερα και από τις καθαρές αποδόσεις της Posta Valore.

(198) Η διαφορά θα ήταν ακόμα μεγαλύτερη εάν λαμβάνονταν καταλλήλως υπόψη οι κίνδυνοι (της αγοράς και της ρευστότητας).

(199) Εν κατακλείδι, η σύγκριση μεταξύ της απόδοσης που προκύπτει από την εφαρμογή των παραμέτρων της συμφωνίας με την απόδοση της διαχείρισης ασφαλιστικών προϊόντων δεν αποδεικνύει ότι η συμφωνία δεν παρέχει κανένα πλεονέκτημα στα ΡΙ. Το 2005, οι αποδόσεις που προέκυπταν από την εφαρμογή της μεθοδολογίας του ιδιώτη δανειολήπτη και εκείνες της διαχείρισης της Posta Più και της Posta Valore είναι μάλλον παρόμοιες ([76]), και κατά συνέπεια δεν αλλοιώνουν την αρχική αξιολόγηση που πραγματοποίησε η Επιτροπή όσον αφορά τη συνάφεια της μεθοδολογίας του ιδιώτη δανειολήπτη. Κατά μέσο όρο, την περίοδο 2005-2007, οι αποδόσεις που προκύπτουν από τη μεθοδολογία του ιδιώτη δανειολήπτη είναι συγκρίσιμες με εκείνες της Posta Più και Posta Valore.

7.4.3.4. Εναλλακτικές επενδυτικές στρατηγικές

(200) Η ανάλυση […] δείχνει ότι η υποχρέωση χορήγησης κόστη ευκαιρίας· ιδίως πρόκειται για κόστη ευκαιρίας συνδεδεμένα με την αδυναμία πραγματοποίησης διαφοροποιημένων επενδύσεων ανάλογα με τον πιστωτικό κίνδυνο. Για παράδειγμα χρεόγραφα που εξεδόθησαν από ευρωπαϊκές χρηματοπιστωτικές και βιομηχανικές εταιρείες που έχουν rating AA έχουν αποδόσεις πιο υψηλές από τα κρατικά χρεόγραφα (από ένα ελάχιστο 60 bp σε ένα μέγιστο 150 bp).

(201) Πρώτον, είναι σκόπιμο να επισημανθεί ότι η Ιταλία αναφέρει σε μια άλλη υπόθεση κρατικών ενισχύσεων αναφορικά με τα ΡΙ ([77]) ότι η διαφορά pricing μεταξύ των διαφόρων τύπων εκδοτών (κράτη, χρηματοοικονομικοί εκδότες, τραπεζικοί και corporate) είναι περιορισμένοι στο ελάχιστο (η διαφορά του cost of funding μεταξύ δύο άκρων range –sovereign και corporate– επί ίσου rating είναι ίσον με περίπου 5-6 bp εκεί όπου η διαφορά μεταξύ χρηματοοικονομικών και corporate υπολογίζεται σε 2-3 bp).

(202) Δεύτερον, η ίδια ανάλυση αναγνωρίζει ότι οι επενδυτικές στρατηγικές διαφοροποιημένες ανάλογα με τον πιστωτικό κίνδυνο θα ήταν εκτεθειμένες σε ένα πιστωτικό κίνδυνο υψηλότερο σε σχέση με τα κυβερνητικά χρεόγραφα ή με τις καταθέσεις. Η ανάλυση […] δεν υπολογίζει ποσοτικά αυτό το μεγαλύτερο κίνδυνο.

(203) Τρίτον, ακόμα και αν ορισμένα στοιχεία παρέχονται για spread μεταξύ χρεογράφων sovereign, χρηματοοικονομικών και corporate (με rating AA), η Επιτροπή θεωρεί ότι αυτές οι επενδύσεις είναι εκτεθειμένες και σε άλλους κινδύνους, ανύπαρκτους αντιθέτως στην περίπτωση στην περίπτωση της κατάθεσης στο Δημόσιο βάσει της συμφωνίας. Για παράδειγμα, τα ΡΙ δεν είναι εκτεθειμένα σε κανένα κίνδυνο ρευστότητας επί της καταθέσεως στο δημόσιο ταμείο, αφού το ίδιο το ταμείο επωμίζεται εξ ολοκλήρου αυτόν. Τούτο δεν προκύπτει από την ανάλυση, ενώ είναι σημαντικό για την αξιολόγηση της υπόθεσης.

(204) Κατά συνέπεια, η σύντομη αναφορά της ανάλυσης σε μία θεωρητική στρατηγική επενδύσεων δεν αποδεικνύει ότι τα ΡΙ δεν απολαύουν κανενός πλεονεκτήματος βάσει της συμφωνίας, ιδίως στην προοπτική κινδύνου/απόδοσης.

([76]) Τα επιτόκια θα ήταν ακόμα πιο παρόμοια εάν οι κίνδυνοι σχετικά με τα ασφαλιστικά προϊόντα (κίνδυνοι της αγοράς και της ρευστότητας) είχαν ληφθεί καταλλήλως υπόψη.

([77]) Υπόθεση C 49/2006, Poste Italiane – Αμοιβή για την τοποθέτηση των χρηματοοικονομικών προϊόντων της ταχυδρομικής αποταμίευσης.

7.4.3.5. Στρατηγικές ενεργών διαχειρίσεων των κεφαλαίων

Σύγκριση με τον γαλλικό φορέα La Poste

(205) Όσον αφορά τη σύγκριση που πραγματοποιήθηκε με το εισόδημα που πέτυχε η *Efiposte* το 2005, η εταιρεία χαρτοφυλακίου του γαλλικού ταχυδρομικού φορέα *La Poste*, η Επιτροπή παρατηρεί ότι:

— Με σκοπό να καθορίσει εάν μια επιχείρηση τυγχάνει πλεονεκτήματος, η Επιτροπή δεν συγκρίνει καταστάσεις που υφίστανται στα διάφορα κράτη μέλη·

— Η υποτιθέμενη πενταετής διάρκεια των επενδύσεων που πραγματοποιήθηκαν από την *Efiposte* δεν είναι σαφώς επιβεβαιωμένη στην ετήσια *Rapport de gestion* της *La Poste/Efiposte* ([78]).

— Οι επενδύσεις της *Efiposte* φαίνονται να έχουν προφίλ κινδύνου διαφορετικά σε σύγκριση με εκείνα των PI. Ιδίως η *Efiposte*, και όχι τα PI, είναι εκτεθειμένη σε κίνδυνο ρευστότητας ([79]).

— Η σύγκριση με την *Efiposte* αφορά μόνο ένα έτος. Πρόκειται για ένα χρονικό διάστημα πολύ σύντομο για να εξαχθούν συμπεράσματα χρήσιμα για την υπό εξέταση υπόθεση. Επιπλέον, η σύγκριση που πραγματοποιήθηκε από την ανάλυση […] αφορά αντιθέτως την περίοδο 2004-2005 που είναι διαφορετική από εκείνη της συμφωνίας.

(206) Καθένα από τα προαναφερθέντα σημεία, αφ' εαυτού του, είναι αρκετό για να δείξει ότι η σύγκριση που αναφέρει η Ιταλία δεν είναι οριστική.

Ενεργή διαχείριση του τύπου trading system

(207) Η Ιταλία θεωρεί ότι οι ενεργές διαχειρίσεις του τύπου *trading system* που επενδύουν σε κρατικά χρεόγραφα δημιουργούν ουσιαστικές υπεραποδόσεις σε σύγκριση με την αγορά των καταθέσεων ή με εκείνη των χρεογράφων.

(208) Η Επιτροπή δεν αμφισβητεί το γεγονός ότι ορισμένες ενεργές διαχειρίσεις δύνανται, θεωρητικά, να δημιουργήσουν αποδόσεις περισσότερο υψηλές σε σύγκριση με άλλες μορφές διαχείρισης κεφαλαίου, ωστόσο κρίνει ότι από την ανάλυση […] δεν δύνανται να εξαχθούν σημαντικά συμπεράσματα για την υπό εξέταση υπόθεση, για τους ακόλουθους λόγους:

i) Από γενικής άποψης η ανάλυση […] αναγνωρίζει ότι το αποτέλεσμα περιορισμού της δυνατότητας ενεργούς διαχείρισης ενός χαρτοφυλακίου είναι δύσκολο να αξιολογηθεί.

ii) Όπως αναφέρεται στην αιτιολογική σκέψη 85, η ανάλυση συγκρίνει μια επένδυση αναφοράς (*benchmark*), αποτελούμενη από BTP 10 ετών (60 %) και από BOT 3 μηνών (40 %), με μία ενεργή διαχείριση του τύπου *trading system* βάσει της μεθοδολογίας *long term signaling* (που ονομάζεται

([78]) Επιπλέον, η Ιταλία δεν επεξήγησε τη μέθοδο υπολογισμού που οδηγείς την υποτιθέμενη απόδοση του 4,4 % για το έτος 2005, ούτε […] εξήγησε λεπτομερώς τον τρόπο υπολογισμού της υποτιθέμενης απόδοσης 4,45 % στην περίοδο 2004-2005.

([79]) Ωστόσο η Efiposte, θυγατρική του ομίλου La Poste επιφορτισμένη με την επένδυση των κεφαλαίων που προέρχονται από τα «Comptes Chèques Postaux» (τρεχούμενοι λογαριασμοί), διαθέτει το 2005 σταθερούς πόρους που προέρχονται από την La Poste μέσω των «dépôts à terme contractuellement irrévocables» (βλέπε τμήμα 4-5 «κίνδυνος ρευστότητας» του Rapport de gestion 2005 της La Banque postale/Efiposte). Ο επιμερισμός του κινδύνου μεταξύ La Poste και Efiposte, που αποτελούν μέρος του ιδίου ομίλου, είναι διαφορετικός από εκείνον των PI και του δημοσίου ταμείου.

tactical portfolio) ([80]). Οι παράμετροι *αποτελεσματικότητας* αναφέρονται στο χαρτοφυλάκιο *benchmark*. Αμφότερα τα χαρτοφυλάκια αποτελούνται από χρεόγραφα σταθερού εισοδήματος. Σ' αυτό το πλαίσιο, η Ιταλία παρατηρεί ότι στη διάρκεια των 10 ετών τα χαρτοφυλάκια κυμαινόμενου επιτοκίου, (όπως εκείνο της συμφωνίας) είναι συγκρίσιμα με τα χαρτοφυλάκια σταθερού επιτοκίου (όπως το *benchmark* του […]), δοθείσης της αντιστάθμισης των κερδών με τις ζημίες στο λογαριασμό κεφαλαίου. Επί περιόδου 10 ετών οι συνολικές αποδόσεις ενός χαρτοφυλακίου κυμαινόμενου επιτοκίου και σύγκριση με ένα χαρτοφυλάκιο σταθερού επιτοκίου είναι ουσιαστικά όμοιες. Επιπλέον, σύμφωνα με την Ιταλία, για να συγκριθεί η απόδοση που προβλέπεται από τη συμφωνία με εκείνη που προκύπτει από μία ενεργή διαχείριση των κεφαλαίων είναι αναγκαίο να ληφθεί υπόψη ένα σημαντικό χρονικό διάστημα – 10 έτη – που να περιλαμβάνει τουλάχιστον ένα πλήρη οικονομικό κύκλο. Η περίοδος 2005-2007 (πρώτο εξάμηνο) χαρακτηρίστηκε από μια φάση σημαντικής ανόδου των επιτοκίων στην οποία τα χαρτοφυλάκια επενδυμένα σε χρεόγραφα σταθερού εισοδήματος όπως εκείνα που χρησιμοποιήθηκαν από […] *(benchmark* και *tactical strategy*) παρουσίασαν ζημίες στο λογαριασμό κεφαλαίου, ελαττώνοντας τη συνολική επίδοση της περιόδου. Ωστόσο, η Επιτροπή δε συμμερίζεται τη *μεθοδολογία* ούτε τα συμπεράσματα που παρουσίασαν οι ιταλικές αρχές για τους ακόλουθους λόγους.

— Στο πλαίσιο της αξιολόγησης σχετικά με τις κρατικές ενισχύσεις, η ανάλυση του ενδεχομένου πλεονεκτήματος που παρέχεται από τη συμφωνία πρέπει να πραγματοποιηθεί *ex ante* και βάσει των πληροφοριών που είναι διαθέσιμες τη στιγμή της σύναψης της ίδιας της συμφωνίας (Φεβρουάριος 2006). Κανένας ιδιώτης επενδυτής τη στιγμή της σύναψης της συμφωνίας σχετικά με την περίοδο 2005-2008, δεν θα είχε εξετάσει την ιστορική ακολουθία των επιτοκίων σχετικά με την περίοδο 1997-2007. Από οικονομικής απόψεως, […] διεξάγει μια ανάλυση *ex post* (βασισμένη στους χρηματοοικονομικούς δείκτες της περιόδου 1997-2007). Όμως, οι αξιολογήσεις *ex ante* και *ex post* δεν είναι συγκρίσιμες ([81]). Πρώτον, η αξιοπιστία των προβλέψεων κερδών ή ζημιών στο βραχυπρόθεσμο λογαριασμό κεφαλαίου είναι αμελητέα. Επιπλέον, έχει επιβεβαιωθεί η δυσκολία για οποιονδήποτε επενδυτή να επιτύχει συστηματικά αποτελέσματα καλύτερα από εκείνα της αγοράς, έτσι ώστε είναι δύσκολο να υποστηριχθεί ότι τα PI θα ήταν σε θέση να επιτύχουν εξαιρετικά *ex ante* ακόμα και στη βραχεία περίοδο. Η Επιτροπή θεωρεί λοιπόν ότι δεν είναι προσήκον να ληφθούν υπόψη τα κέρδη ή οι ζημίες στο λογαριασμό κεφαλαίου, αλλά είναι αναγκαίο να υπάρξει επικέντρωση στις αναμενόμενες αποδόσεις *ex ante* (η συνιστώσα του επιτοκίου στη συνολική απόδοση) ([82]).

— Ακόμη και αν χρησιμοποιείτο η μέση ετήσια απόδοση σχετικά με μια χρονική περίοδο 10 ετών για μια σημαίνουσα σύγκριση μεταξύ των διαφόρων μορφών επενδύσεων (όπως υποστήριξαν οι ιταλικές αρχές) η σύγκριση θα έπρεπε πάντως να πραγματοποιηθεί μεταξύ των αναμενόμενων αποδόσεων των εναλλακτικών επενδύσεων την περίοδο εφαρμογής της συμφωνίας [βλέπε επίσης σημείο iii) κατωτέρω].

— Εάν λαμβάνονταν, όπως υπέδειξε η Ιταλία, και τα κέρδη ή οι ζημίες κεφαλαίου που εμφανίζονται *ex post*, θα έπρεπε απαραιτήτως να ληφθούν υπόψη και τα στοιχεία κινδύνου σχετικά με αυτά τα κέρδη ή ζημίες κεφαλαίου. Ο κίνδυνος δεν μπορεί να διαχωριστεί από την απόδοση στη σύγκριση μεταξύ αποδόσεων διαφόρων επενδύσεων. Όπως αναφέρεται στη συνέχεια [βλέπε σημείο iii) κατωτέρω], είναι άκρως απίθανο η *επίδοση* σε όρους κινδύνου/απόδοσης μιας ενεργούς διαχείρισης να είναι όμοια με εκείνη της συμφωνίας.

([80]) Γι' αυτό το σκοπό η ανάλυση […] επισημαίνει ότι η εν λόγω μεθοδολογία «compares the current level of yields and the steepness of the yield curve relative to recent history and indicates trades based on expectations of yield level and curve steepness mean reversion. For instance, the trading strategy essentially says that if yields are high then expect them to fall and position the investment portfolio with a longer duration than the benchmark.»

([81]) Πράγματι, οι αποδόσεις *ex ante* και *ex post* κινούνται συχνά σε αντίθετη κατεύθυνση. Αυτό είναι σαφές στην περίπτωση των χρεογράφων zero coupon. Όταν η αναμενόμενη απόδοση αυξάνεται (π.χ. λόγω μιας αύξησης αποστροφής του κινδύνου από τους επενδυτές) η τιμή του χρεογράφου zero coupon μειώνεται προκαλώντας έτσι μια άμεση μείωση/ζημία στο λογαριασμό κεφαλαίου. Αυτή η χαμηλότερη τιμή θα τείνει στη συνέχεια στην ονομαστική αξία σύμφωνα με αναμενόμενο tasso απόδοσης πιο υψηλό και αντιστρόφως.

([82]) Επίσης, υπενθυμίζεται ότι ο μηχανισμός της συμφωνίας δεν περιλαμβάνει κέρδη/ζημίες κεφαλαίου αφού είναι τιμαριθμοποιημένος με παραμέτρους μεταβλητού χαρακτήρα.

— Χαρτοφυλάκια του τύπου *benchmark* και *tactical strategy* δεν εμπεριέχουν κίνδυνο ρευστότητας. Στην υπό εξέταση υπόθεση τον κίνδυνο ρευστότητας έχει επωμισθεί εξ ολοκλήρου ο δανειολήπτης (και όχι τα ΡΙ). Πιο συγκεκριμένα, στην υπόθεση στην οποία οι κάτοχοι τρεχούμενου λογαριασμού αποσύρουν όλες τις καταθέσεις τους, αυτή τη ζήτηση οφείλει να αντιμετωπίσει ο δανειολήπτης, δηλαδή το δημόσιο ταμείο, χωρίς τα ΡΙ να είναι υποχρεωμένα να καταφύγουν σε μορφές επαναχρηματοδότησης, με υψηλά επιτόκια ή που συνεπάγονται ζημίες κεφαλαίου.

— Σύμφωνα με την Ιταλία, τα μέρη (ΡΙ και δημόσιο ταμείο) δεν μπορούσαν να γνωρίσουν τη μελλοντική εξέλιξη της καμπύλης των επιτοκίων ([83]). … Συνεπώς, η Ιταλία χαρακτηρίζει λογικές τις επιλογές που πραγματοποιήθηκαν στα πλαίσια της συμφωνίας. Κατά συνέπεια, η Επιτροπή συμφωνεί ότι η επιλογή της μεταβλητότητας της παραμέτρου ήταν λογική για τα μέρη, τη στιγμή σύναψης της συμφωνίας και βάσει με τις διαθέσιμες πληροφορίες. Επιλέγοντας παραμέτρους μεταβλητής φύσεως, τα μέρη προστατεύτηκαν από τον κίνδυνο ζημιών κεφαλαίου. Η Επιλογή των παραμέτρων που πραγματοποιήθηκε στη συμφωνία δεν είναι συνέπεια καμίας νομικής υποχρέωσης. Επιπλέον, όπως αναγνωρίστηκε από την Ιταλία, η συμφωνία προβλέπει τη δυνατότητα για αμφότερα τα μέρη να αποσυρθούν της σύμβασης σε περίπτωση που οι συνθήκες αγοράς ήταν τέτοιες που να μην εγγυώνται τη συνέπεια με το μηχανισμό αμοιβής του αποθέματος. Αυτές οι ρήτρες προβλέφθηκαν για να προστατεύσουν αμφότερα τα μέρη από τον κίνδυνο που, ακόμη και κατά τη διάρκεια της τριετίας, θα μπορούσαν να ανακύψουν ειδικές συνθήκες συνδεδεμένες με την αγορά ή με τα χαρακτηριστικά της συγκέντρωσης που θα μπορούσαν να στρεβλώσουν το μηχανισμό αμοιβής. Η Επιτροπή φρονεί λοιπόν ότι εάν η επιλογή της μεταβλητότητας της παραμέτρου δεν είχε αποδειχθεί κατάλληλη, θα μπορούσαν να είχαν επιφέρει τροποποιήσεις στη συμφωνία. Αυτό δεν συνέβη. Βάσει των ανωτέρω, η Επιτροπή θεωρεί λοιπόν ότι, από μεθοδολογικής πλευράς, ότι δεν είναι σωστή η χρήση στην ανάλυση […] των χαρτοφυλακίων βασισμένων σε χρεόγραφα σταθερού επιτοκίου.

Σύμφωνα με την Επιτροπή, καθένα από τα προαναφερθέντα επιχειρήματα είναι αφ' εαυτού του αρκετό για να θεωρηθεί ότι τα συμπεράσματα της ανάλυσης σχετικά με τις ενεργές διαχειρίσεις […] δεν αποδεικνύουν ότι η απόδοση που επέτυχαν τα ΡΙ βάσει της συμφωνίας είναι σύμφωνη με την αγορά.

iii) Συμπληρωματικά του σημείου ii) ανωτέρω, ακόμη και αν η Επιτροπή έκανε αποδεκτή την ανάλυση […] (*quod non*), τα αποτελέσματα που επετεύχθησαν από το μοντέλο κατά τα 10 τελευταία έτη θα ήταν τα εξής:

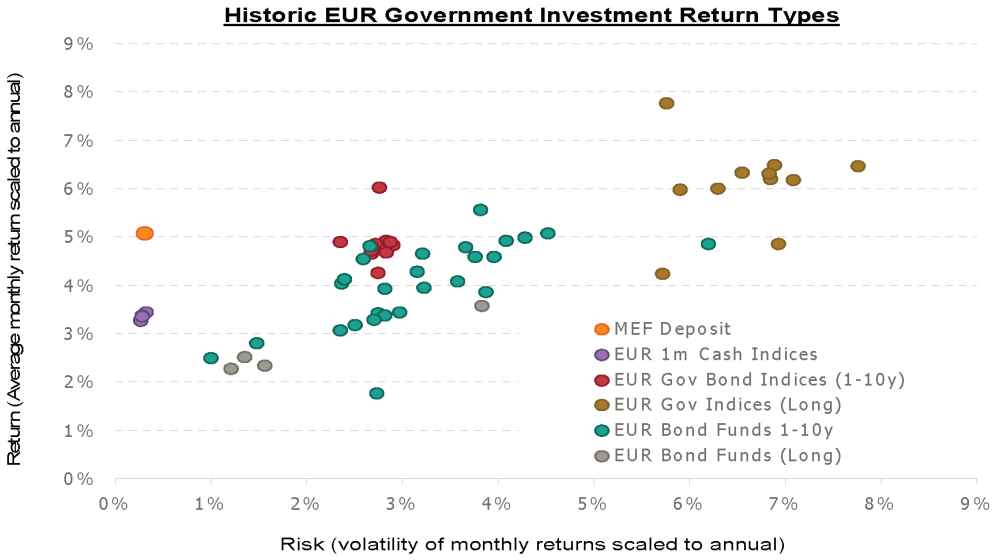
Πίνακας 9

(1997-2007)	Ταμειακή απόδοση	Συμφωνία	Συνολική απόδοση *benchmark*	Συνολική απόδοση *tactical strategy*
Μέση απόδοση	3,30 %	5,15 % ([1])	5,02 %	6,78 %
Μεταβλητότητα της απόδοσης	0,32 %	0,33 %	2,16 %	2,42 %
Δείκτης του Sharpe		146,74	0,93	1,66

([1]) Οι ιταλικές αρχές αναφέρουν ότι η μέση απόδοση που αποδίδει το δημόσιο ταμείο βάσει των παραμέτρων της συμφωνίας είναι ίση με 4,94 % –αντί για το 5,15 % που αναφέρεται στην ανάλυση […]– στην υπόθεση μη επανεπένδυσης των κερδών και υπολογισμού των ετησίων αποδόσεων για περιόδους από Ιανουάριο σε Ιανουάριο αντί για από Αύγουστο σε Αύγουστο.

([83]) Ωστόσο, εκείνη την εποχή, τα μέρη γνώριζαν ότι, αρχής γενομένης από το 1997, τα επιτόκια των CCT ήταν χαμηλότερα από τα επιτόκια των BTP 5 και 10 ετών, με εξαίρεση τα έτη 1997 και 1998. Επιπλέον, τα επιτόκια σχετικά με το 2005 ήταν γνωστά το Φεβρουάριο 2006, τη στιγμή δηλαδή σύναψης της συμφωνίας.

Διάγραμμα 3



Από τον πίνακα 8 συνάγεται ότι το μοντέλο *tactical strategy* παρουσιάζει μια επίδοση ευρέως υψηλότερη (176 bp) έναντι του *benchmark*, με μέτρια μόνο αύξηση του κινδύνου. Σύμφωνα με την Ιταλία, τούτο επιβεβαιώνει το γεγονός ότι μια ενεργή διαχείριση μπορεί να είναι περισσότερο αποτελεσματική σε σχέση με το χαρτοφυλάκιο *benchmark*.

Ωστόσο, υπενθυμίζεται ότι το χαρτοφυλάκιο *benchmark* δεν είναι οι καταθέσεις στο Δημόσιο βάσει της συμφωνίας. Το προφίλ κίνδυνος/απόδοση είναι εντελώς διαφορετικό. Ο δείκτης του *Sharpe* ([84]) των χαρτοφυλακίων *benchmark* και *tactical strategy* είναι σημαντικά χαμηλότερος εκείνου της συμφωνίας. Τούτο δεν εκπλήσσει αφού οι μεγαλύτερες αποδόσεις του *benchmark* και της *tactical strategy* σε σχέση με την παράμετρο επιτυγχάνονται με μία σημαντικότερη αύξηση της μεταβλητότητας των ιδίων αποδόσεων. Επιπλέον, χαρτοφυλάκια του τύπου *benchmark* και *tactical strategy* δεν εμπεριέχουν κίνδυνο ρευστότητας όπως θα έπρεπε·

iv) Με αναφορά στην περίοδο εφαρμογής της συμφωνίας, οι ετήσιες αποδόσεις των καταθέσεων στο Δημόσιο (και εκείνες που προκύπτουν από τη μεθοδολογία του ιδιώτη δανειολήπτη) είναι υψηλότερες από εκείνες που προέρχονται από την ενεργή διαχείριση των κεφαλαίων που παρουσιάστηκε από […]·

Πίνακας 10

(%)

	Συνολική απόδοση strategy ([1])	Συνιστώσα επιτοκίων της trading strategy ([2])	Συμφωνία	Ιδιώτης δανειολήπτης
2005	2,78	2,18	3,90	2,81
2006	1,78	3,88	4,25	3,60
2007	3,58	3,88	4,70	4,23
Μέσος όρος	2,71	3,31	4,28	3,55

([1]) Η απόδοση έχει ήδη διορθωθεί από τα έξοδα μετάβασης που υπάρχουν στην ενεργή διαχείριση (12 bp).
([2]) Η απόδοση περιλαμβάνει μόνο τη συνιστώσα επιτοκίων χωρίς κατά συνέπεια κέρδη/ζημίες κεφαλαίου και έχει ήδη διορθωθεί των δαπανών μετάβασης ίσων με, σύμφωνα με […], 12 bp στην περίπτωση ενεργούς διαχείρισης.

([84]) Ο δείκτης του *Sharpe* μετρά τη μεταβολή της απόδοσης μιας επένδυσης ή μιας *trading strategy* ανά μονάδα κινδύνου (πριμοδότηση του κινδύνου). Χρησιμοποιείται για να εκφράσει το πώς η απόδοση μιας επένδυσης αντισταθμίζει τον κίνδυνο που ανέλαβε ο επενδυτής. Στη σύγκριση μεταξύ δύο επενδύσεων που έχουν κάποια αναμενόμενη επένδυση σε σχέση με το στοιχείο *benchmark*, η επένδυση με υψηλότερο δείκτη του Sharpe, με τον ίδιο κίνδυνο, υψηλότερη απόδοση. Συχνά συνιστάται στους επενδυτές να επιλέξουν την επένδυση με υψηλότερο δείκτη του Sharpe.

v) Η μέση διάρκεια του χαρτοφυλακίου των PI το 2007, πρώτο έτος πραγματικής ενεργούς διαχείρισης για τα PI, είναι […] έτη· η τεκμαρτή απόδοση είναι ίση με 5,13 % και αποτελείται από: 4,13 % απόδοσης του χαρτοφυλακίου και 1 % τεκμαρτού κέρδους κεφαλαίου. Η Επιτροπή υπενθυμίζει ωστόσο ότι τα κέρδη και οι ζημίες κεφαλαίου δεν πρέπει να ληφθούν υπόψη σε μια ανάλυση *ex-ante*. Κατά συνέπεια δεν μπορούν να πραγματοποιηθούν σημαντικές συγκρίσεις μεταξύ των συνολικών αποδόσεων του *benchmark* και της *tactical strategy* αφενός, και εκείνες της συμφωνίας αφετέρου. Πάντως, σε περίπτωση τέτοιων συγκρίσεων, το 2007 η απόδοση του 4,13 % (σταθερό, χωρίς κέρδη κεφαλαίου και, απ' όσον προκύπτει χωρίς κόστη μετάβασης) της ενεργούς διαχείρισης είναι χαμηλότερη του 4,70 % της συμφωνίας και του 4,23 % υπολογισμένου σύμφωνα με τη μεθοδολογία του ιδιώτη δανειολήπτη. Επιπλέον το 2005, κατά μέσο όρο την περίοδο 2005-2007, οι αποδόσεις που προέκυπταν από την εφαρμογή της μεθοδολογίας του ιδιώτη δανειολήπτη είναι συγκρίσιμες με εκείνες της *trading strategy*·

vi) Η Επιτροπή σημειώνει ότι η ανάλυση […] αναλύει και τις πιθανές στρατηγικές επένδυσης σχετικές με το έτος 2008. Αυτά τα σενάρια δεν είναι σχετικά με την παρούσα απόφαση αφού αναφέρονται σε συμβάντα εμφανώς άγνωστα τη στιγμή της διαπραγμάτευσης και σύμβασης της συμφωνίας·

vii) Η Ιταλία υποστηρίζει ότι η συμφωνία είναι εκτεθειμένη σε κίνδυνο *refixing* ([85]) μεγαλύτερο σε σύγκριση με το *benchmark* και την *tactical strategy*. Ωστόσο, εάν είναι αληθές ότι για ένα χρονικό διάστημα 10 ετών η μέση απόδοση ενός χρεογράφου σταθερού εισοδήματος 10 ετών είναι γνωστή *ex ante*, ο συλλογισμός της Ιταλίας εξαρτάται κατά κριτικό τρόπο από τη σύμπτωση του χρονικού ορίζοντα της επένδυσης με τη διάρκεια του χαρτοφυλακίου. Επιπλέον, το *benchmark* και η *tactical strategy* αποτελούνται από καλάθια χρεογράφων σταθερού εισοδήματος με διαφορετικές διάρκειες. Τούτο συνεπάγεται ότι και αυτοί είναι εκτεθειμένοι σε σημαντικό κίνδυνο *refixing*.

(209) Εν κατακλείδι, οι αποδόσεις που θεωρητικά τα PI θα μπορούσαν να έχουν επιτύχει σύμφωνα με την ανάλυση […], στο πλαίσιο μιας ενεργούς διαχείρισης των κεφαλαίων, δεν είναι συγκρίσιμες με την απόδοση της συμφωνίας (ούτε με εκείνη που προκύπτει από την εφαρμογή της μεθοδολογίας του ιδιώτη δανειολήπτη), αφού τα σχετικά χρηματοοικονομικά μέσα έχουν διαφορετική φύση. Ιδίως, διαφέρει ουσιαστικά το προφίλ του κινδύνου των διαφόρων τύπων επένδυσης. Επιπλέον, η ανάλυση, βασισμένη σε στοιχεία *ex post* (στοιχεία άγνωστα κατά τη στιγμή της διαπραγμάτευσης της συμφωνίας), δεν είναι σωστή από την άποψη της αξιολόγησης των κρατικών ενισχύσεων. Κατά συνέπεια, η Επιτροπή θεωρεί ότι το μοντέλο ενεργούς διαχείρισης που επεξηγείται στην ανάλυση […] δεν επιτρέπει να εξαχθεί το συμπέρασμα ότι η υποχρέωση χορήγησης θίγει τα PI. Απεναντίας, το 2005-2007, περίοδο ισχύος της συμφωνίας, προκύπτει ότι η ενεργή διαχείριση των κεφαλαίων θα είχε αποδόσεις πιο χαμηλές από εκείνες της συμφωνίας και από εκείνες που προκύπτουν από την εφαρμογή της μεθοδολογίας του ιδιώτη δανειολήπτη.

([85]) Ο κίνδυνος του *refixing* αναφέρεται στο γεγονός ότι η συνεχής ανανέωση των επενδύσεων βραχείας περιόδου συνεπάγεται ένα κίνδυνο υψηλότερου επιτοκίου σε σύγκριση με μια επένδυση μακράς περιόδου στην οποία ο χρονικός ορίζοντας της επένδυσης είναι ίδιος με το υπόλοιπο ζωής της και η απόδοση είναι ίση με τη μέση συνολική απόδοση.

Σύγκριση μεταξύ συγκρίσιμων πιθανών φορέων

Σύγκριση μεταξύ του περιθωρίου επιτοκίου των PI και εκείνου των τραπεζών του ιδιωτικού τομέα

(210) Η ανάλυση […] αναφέρει ότι, στα έτη 2005 και 2006, το περιθώριο επιτοκίου των PI είναι κατώτερο του μέσου περιθωρίου επιτοκίου που επέτυχαν οι ιταλικές τράπεζες του ιδιωτικού τομέα.

(211) Η Επιτροπή υπενθυμίζει όσα δηλώνονται στην απόφαση κίνησης της διαδικασίας εν θέματι: «Για να εκτιμηθεί αν υπάρχει πλεονέκτημα υπέρ των PI/Bancoposta, είναι σημαντικό να αναλυθούν τα στοιχεία που συνθέτουν το περιθώριο των PI μεταξύ του ενεργού επιτοκίου και του θετικού επιτοκίου. Η Επιτροπή παρατηρεί ότι ένα περιθώριο επιτοκίου της αγοράς μπορεί να περιέχει στοιχεία ενίσχυσης σε ορισμένες περιστάσεις, ιδίως αν το ενεργητικό και το παθητικό επιτόκιο είναι μεμονωμένα εκτός αγοράς. Αυτό δεν ισχύει στην παρούσα υπόθεση. Η Επιτροπή φρονεί ότι το παθητικό επιτόκιο που αναγνωρίζεται στους τρεχούμενους λογαριασμούς των τελικών καταναλωτών δεν συνιστά κρατική ενίσχυση υπέρ των PI/Bancoposta. Συγκεκριμένα, ο προσδιορισμός του εν λόγω επιτοκίου δεν συνεπάγεται μεταφορές κρατικών πόρων στα PI/Bancoposta. Επί πλέον, τα επιτόκια που εφαρμόστηκαν στην υπό εξέταση περίοδο θεωρούνται επιτόκια "της αγοράς" εφόσον συγκριθούν με τα επιτόκια που εφαρμόζουν οι τράπεζες σε ανάλογες καταθέσεις. Τέλος, οι δικαιούχοι του παθητικού επιτοκίου είναι φυσικά πρόσωπα. Ως εκ τούτου, στην παρούσα φάση, αναλύοντας το θετικό περιθώριο των PI, η Επιτροπή καταλήγει στο συμπέρασμα ότι, στην παρούσα υπόθεση, το πλεονέκτημα μπορεί προκύψει μόνο από τα ενεργητικά επιτόκια. Τα ενεργητικά επιτόκια που θεσπίζονται από το Κράτος παρέχουν οικονομικό πλεονέκτημα αν υπερβαίνουν το επιτόκιο που ένας ιδιώτης δανειολήπτης, σε συνθήκες αγοράς, θα ήταν διατεθειμένος να πληρώσει στα PI/Bancoposta για την κατατεθειμένη ρευστότητα, σε συνάρτηση με τη φύση και το ύψος της».

(212) Κατά συνέπεια, βάσει της απόφασης για την κίνηση της διαδικασίας, η σύγκριση μεταξύ του περιθωρίου επιτοκίου των PI και εκείνου άλλων τραπεζών του ιδιωτικού τομέα δεν είναι σχετική, επειδή το μόνο στοιχείο που αποτελεί αντικείμενο ανάλυσης στην παρούσα απόφαση είναι το επιτόκιο που καταβάλει το κράτος στα PI για τα κατατεθειμένα κεφάλαια.

(213) Επιπλέον, δεν υπάρχουν ιταλικές τράπεζες που να είναι πραγματικά συγκρίσιμες με τα ΡΙ όσον αφορά τη δομή του ισολογισμού. Το παθητικό των ΡΙ αποτελείται κυρίως από τρεχούμενους λογαριασμούς (ταχυδρομικοί τρεχούμενοι λογαριασμοί). Δεν είναι η περίπτωση των «κανονικών» τραπεζών που χρηματοδοτούνται μέσω χρεογράφων, τρεχούμενων λογαριασμών, καταθέσεων ταμιευτηρίου κ.λπ.

(214) Ακόμα, η Επιτροπή επισημαίνει ότι τα ΡΙ δεν έχουν δικαίωμα να χορηγήσουν δάνεια στους πελάτες τους· τα προσωπικά δάνεια και τα στεγαστικά προσφέρονται για λογαριασμό τρίτων τραπεζών.

(215) Εν κατακλείδι, το περιθώριο επιτοκίου των ΡΙ και εκείνο των τραπεζών του ιδιωτικού τομέα είναι διαφορετικά όσον αφορά τη σύνθεσή τους και δεν μπορούν να αποτελέσουν αντικείμενο ουσιαστικής σύγκρισης.

Σύγκριση μεταξύ της μεταβολής των λήξεων (mismatch) που διεξάγουν τα ΡΙ και συγκρίσιμοι φορείς του ιδιωτικού φορέα

(216) Η ανάλυση […] αναφέρει ότι οι ταχυδρομικοί τρεχούμενοι λογαριασμοί αντιπροσωπεύουν ένα μακροπρόθεσμο παθητικό για τα ΡΙ δεδομένης της διαφοροποίησης και της σταθερότητας της συμπεριφοράς των κατόχων τρεχούμενων λογαριασμών. Η ανάλυση αναφέρει επίσης ότι η είναι κοινή πρακτική του τραπεζικούς συστήματος να χρηματοδοτεί το μακροπρόθεσμο ενεργητικό με τραπεζικές καταθέσεις. Γι' αυτό το σκοπό, συγκρίνει τη μεταβολή των λήξεων που διεξάγουν τα ΡΙ με εκείνη των τραπεζών που χορηγούν τα κεφάλαιά τους σε δάνεια στον δημόσιο τομέα (Depfa, Dexia, CCF, κ.λπ.).

(217) Σύμφωνα […], αυτές οι τράπεζες εφαρμόζουν την ίδια πολιτική των ΡΙ χορηγώντας τα κεφάλαια σε μακροπρόθεσμες δραστηριότητες του δημοσίου τομέα (διάρκειας μεγαλύτερης των 15 ετών) και χρηματοδοτούμενες εν μέρει βραχυπρόθεσμα και εν μέρει μακροπρόθεσμα. Ιδίως, συγκεντρώνουν περίπου το 50 % των αναγκών τους μέση μακράς περιόδου ενώ το υπόλοιπο μερίδιο χρηματοδοτείται βραχυπρόθεσμα (συμφωνία επαναγοράς με την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και καταθέσεις από ενδιάμεσους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς), και χορηγούν τα κεφάλαιά τους σε δάνεια σε δημόσιους οργανισμούς με λήξεις περιλαμβανόμενες γενικώς μεταξύ των 10 και των 50 ετών. Με βάση τα ανωτέρω, […] θεωρεί ότι το μοντέλο του *Asset Liability Management* (ALM) των ΡΙ είναι σύμφωνο, εάν όχι και πιο συνετό, με εκείνο των συγκρίσιμων φορέων.

(218) Η Επιτροπή φρονεί ότι δεν μπορούν να εξαχθούν συμπεράσματα από τη σύγκριση μεταξύ του μοντέλου ALM των ΡΙ και εκείνου των συγκρίσιμων φορέων για τους ακόλουθους λόγους.

(219) Πρώτον, η δομή του παθητικού των ΡΙ δεν είναι συγκρίσιμη με εκείνη των συγκρίσιμων φορέων: σχεδόν το 90 % του παθητικού των ΡΙ αποτελείται από ταχυδρομικούς τρεχούμενους λογαριασμούς, ενώ μόλις το 50 % του παθητικού των ιδιωτικών τραπεζών που δρουν στο δημόσιο τομέα αποτελείται από συμφωνίες επαναφοράς (*repos*) και βραχυπρόθεσμες καταθέσεις, ενώ το υπόλοιπο μερίδιο αντιπροσωπεύεται από χρηματοδοτήσεις μέσης μακράς περιόδου.

(220) Δεύτερον, η σύγκριση με άλλες τράπεζες είναι νοθευμένη και από το γεγονός ότι τα ΡΙ δεν είναι εκτεθειμένα σε κινδύνους στα οποία αυτές είναι εκτεθειμένες και για τους οποίους αμείβονται αναλόγως στην αγορά.

(221) Τρίτον, σύμφωνα με τις παρατηρήσεις του […] βάσει των οποίων δεν είναι σχετική η σύγκριση μεταξύ της *La Banque postale* και των ΡΙ αρχής γενομένης από το έτος 2006 [επειδή η *La Banque Postale* άρχισε δραστηριότητες χρηματοδότησης στον ιδιωτικό τομέα αυτό το έτος ([86])], δεν είναι δυνατόν για τους ίδιους λόγους να εξαχθούν συμπεράσματα από τη σύγκριση μεταξύ ΡΙ και ιδιωτικών τραπεζών που δρουν στο δημόσιο τομέα, αφού οι τελευταίες ασκούν επίσης δραστηριότητα χρηματοδότησης στο μη δημόσιο τομέα (για παράδειγμα, σχεδόν το 50 % των δανείων Dexia χορηγούνται στον μη δημόσιο τομέα).

(222) Τέταρτον, όπως ήδη αναφέρθηκε στο πλαίσιο της σύγκρισης μεταξύ *Efisposte/La Poste*, η Επιτροπή, για να αξιολογήσει την ύπαρξη πλεονεκτήματος υπέρ μιας επιχείρησης, δε συγκρίνει καταστάσεις υπάρχουσες σε διαφορετικά κράτη μέλη.

(223) Τέλος, στο πλαίσιο της σύγκρισης με υποτιθέμενους συγκρίσιμους φορείς, η Επιτροπή λαμβάνει υπόψη τα ακόλουθα: «οι διαθέσιμες ρευστότητες της CDP SpA είναι κατατεθειμένες στον έντοκο τρεχούμενο λογαριασμό αριθ. 29814, επονομαζόμενο "Cassa DP SpA – gestione separata", που είναι ανοιγμένος στο κεντρικό θησαυροφυλάκιο του κράτους. Στις καταθέσεις αυτού του τρεχούμενου λογαριασμού, δυνάμει του άρθρου 6 εδάφιο 2 του διατάγματος του υπουργού οικονομίας και οικονομικών, της 5ης Δεκεμβρίου 2003, καταβάλλεται εξαμηνιαίος τόκος με κυμαινόμενο επιτόκιο ίσον με τον απλό αριθμητικό μέσο όρο μεταξύ της ακαθάριστης απόδοσης των εντόκων γραμματίων του δημοσίου έξι μηνών και της εξέλιξη του δείκτη Rendistato. Κατόπιν της συγχώνευσης της Infrastrutture SpA απορρόφησης στο Ταμείο Παρακαταθηκών και Δανείων SpA (άρθρο 1 εδάφιο 79 και ακόλουθα, του νόμου αριθ. 266 της 23ης Δεκεμβρίου 2005), με ισχύ από την 1η Ιανουαρίου 2006, ο έντοκος τρεχούμενος λογαριασμός αριθ. 20347, επ' ονόματι ISPA, επανονομάσθηκε "Cassa DP SpA – gest. Patrimonio TAV". Στις καταθέσεις του προαναφερθέντος τρεχούμενου λογαριασμού το υπουργείο οικονομίας και οικονομικών χορηγεί εξαμηνιαίο τόκο με επιτόκιο ίσο με το μέσο όρο του επιτοκίου των εντόκων γραμματίων του δημοσίου έξι μηνών που έχουν εκδοθεί το προηγούμενο εξάμηνο. Για να

([86]) Η ανάλυση […] αναφέρει, στη σελίδα 15: «2006 cannot be considered for the comparison since La Banque Postale (the new entity after the transformation of Efiposte in a commercial bank) started the lending activity to the private sector».

μπορέσει να επωφεληθεί της υπηρεσίας θησαυροφυλακίου και εκταμιεύσεων που παρέχει η τράπεζα της Ιταλίας, η CDP SpA συνεχίζει να χρησιμοποιεί τον μη έντοκο τρεχούμενο λογαριασμό του θησαυροφυλακίου αριθ. 29815 με επωνυμία "CDP SpA — pagamenti". Εξάλλου, με την ολοένα πιο διαδεδομένη των συστημάτων διατραπεζικών πληρωμών, η χρήση του κρατικού θησαυροφυλακίου για τις πληρωμές και τις εισπράξεις αποδεικνύεται σημαντικά μειωμένη σε σχέση με το παρελθόν» ([87]). Η Επιτροπή είναι εν γνώσει της δυσκολίας εξαγωγής συμπερασμάτων σχετικά με τη σύγκριση μεταξύ ΡΙ και υποτιθέμενων συγκρίσιμων φορέων, εκεί όπου αυτοί διαφοροποιούνται από τα ΡΙ σε διάφορες πλευρές. Ωστόσο, βάσει των όσων αναφέρονται ανωτέρω, μπορεί να επισημανθεί ότι οι ενδιάμεσοι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί που επενδύουν στο δημόσιο τομέα όπως CDP ([88]) δεν αμείβονται απαραιτήτως σύμφωνα με παραμέτρους μακράς περιόδου.

(224) Αυτό επιβεβαιώνει τη γνώμη της Επιτροπής βάσει της οποίας, στο τέλος της παρούσας απόφασης, δεν μπορούν να εξαχθούν συμπεράσματα από τη σύγκριση μεταξύ ΡΙ και φορέων κατ' ισχυρισμό συγκρίσιμων.

(225) Η Επιτροπή φρονεί ότι οι ανωτέρω συγκρίσεις σχετικά αφενός με τα περιθώρια επιτοκίου των ΡΙ και των τραπεζών που ενεργοποιούνται στον ιδιωτικό τομέα και αφετέρου στις μεταβολές των λήξεων των ΡΙ και των φορέων που είναι εξειδικευμένοι στις χρηματοδοτήσεις στο δημόσιο τομέα, δεν είναι σχετικές και δεν αποδεικνύουν ότι η συμφωνία δεν χορηγεί κανένα πλεονέκτημα στα ΡΙ.

7.4.3.6. Συμπεράσματα

(226) Ανακεφαλαιώνοντας, το επιτόκιο που προβλέπεται στη σύμβαση μπορεί να συγκριθεί με εκείνο που προκύπτει από εναλλακτικές επενδύσεις σε μια προοπτική κινδύνου/απόδοσης. Ιδίως, με ίδιο επίπεδο κινδύνου, η συμφωνία προσφέρει αποδόσεις υψηλότερες σε σύγκριση με εναλλακτικές επενδύσεις, και με ίδιο επίπεδο απόδοσης είναι εκτεθειμένοι σε μικρότερους κινδύνους.

(227) Και η Ιταλία θεωρεί ότι οι καταθέσεις στο Δημόσιο έχουν μια σχέση απόδοσης/κινδύνου υψηλότερη σε σύγκριση με ένα χαρτοφυλάκιο σταθερού επιτοκίου. Για την Επιτροπή, μια ανάλυση κινδύνου/απόδοσης είναι περισσότερο σκόπιμη από μια ανάλυση που βασίζεται αποκλειστικά στις αποδόσεις.

(228) Η Επιτροπή θεωρεί ότι οι πιθανότητες εναλλακτικών επενδύσεων εν απουσία υποχρέωσης χορήγησης δεν θα είχαν επιτρέψει στα ΡΙ να επιτύχουν, κατά την περίοδο αναφοράς, αποδόσεις ίσες ή υψηλότερες με εκείνες της συμφωνίας, σε μια προοπτική κινδύνου/απόδοσης.

(229) Κατά συνέπεια, επιβεβαιώνεται η ορθότητα της μεθοδολογίας του ιδιώτη δανειολήπτη.

7.4.4. *Συμπληρωματικές παρατηρήσεις*

7.4.4.1. Φύση του ρόλου των ΡΙ

(230) Στην απόφαση κίνησης της διαδικασίας του Σεπτεμβρίου 2006, η Επιτροπή δήλωνε ότι δεν μπορούσε να αποκλείσει, δεδομένων των ιδιαιτεροτήτων των ΡΙ, ότι δεν ήταν δυνατόν να βρεθούν όροι σύγκρισης στην αγορά. Μ' αυτές τις προϋποθέσεις, η Επιτροπή θα έπρεπε να είχε καθορίσει το κόστος διαχείρισης του λογαριασμού για τα ΡΙ και να προσθέσει ένα λογικό περιθώριο. Μια τέτοια προσέγγιση θα ήταν δικαιολογημένη ακόμη και αν η Επιτροπή όφειλε να θεωρήσει ότι τα ΡΙ λειτουργούν ως απλός δίαυλος συγκέντρωσης κεφαλαίων για το κράτος μέσω του πυκνού δικτύου τους ταχυδρομικών γραφείων.

(231) Όπως επεξηγήθηκε στο τμήμα 7.4.2, η Επιτροπή είναι πεπεισμένη ότι είναι δυνατόν να καθοριστεί ένας όρος σύγκρισης στην αγορά προσφεύγοντας στο κριτήριο του συνετού δανειολήπτη που δρα σε μια οικονομία της αγοράς.

(232) Εξάλλου, η Επιτροπή δεν θεωρεί καθόλου ότι ο ρόλος των ΡΙ περιορίζεται να λειτουργούν ως απλός δίαυλος συγκέντρωσης κεφαλαίων για το κράτος. Όντως, τα ΡΙ εφαρμόζουν μια ενεργή στρατηγική ανάπτυξης των τραπεζικών δραστηριοτήτων τους βασισμένης ιδίως στη μεγαλύτερη ελκυστικότητα του ταχυδρομικού τρεχούμενου λογαριασμού. Επιπλέον, σε μια άλλη απόφαση σχετικά με τα ΡΙ που εξεδόθη το Νοέμβριο του 2006 ([89]), σχετικά με μια υπόθεση στην οποία ο ταχυδρομικός φορέας συγκεντρώνει κεφάλαια εξ ονόματος και για λογαριασμό του CDP τοποθετώντας τα βιβλιάρια ταχυδρομικών καταθέσεων, η Επιτροπή θεώρησε ότι αυτή η δραστηριότητα δεν ήταν εξομοιώσιμη με εκείνη του απλού διαύλου συγκέντρωσης· η αμοιβή που παρέχεται στα ΡΙ βασίζεται στο μέσο ετήσιο απόθεμα των ταχυδρομικών βιβλιαρίων. Τέλος, ούτε η ABI θεωρεί ότι η αμοιβή των ΡΙ πρέπει να βασίζεται στις πραγματοποιηθείσες δαπάνες.

([87]) Ισολογισμός 2006 του CDP SpA. Ο ισολογισμός σχετικά με το έτος 2005 του CDP SpA αναφέρει ότι: «Τα ρευστά διαθέσιμα του CDP SpA είναι κατατεθειμένα στον έντοκο τρεχούμενο λογαριασμό αριθ. 29814, επονομαζόμενο "Cassa DP SpA — gestione separata", που είναι ανοιγμένος στο κεντρικό θησαυροφυλάκιο του κράτους. Στις καταθέσεις αυτού του τρεχούμενου λογαριασμού, δυνάμει του άρθρου 6 εδάφιο 2 του διατάγματος του υπουργού οικονομίας και οικονομικών, της 5ης Δεκεμβρίου 2003, καταβάλλεται εξαμηνιαίος τόκος με κυμαινόμενο επιτόκιο ίσον με τον απλό αριθμητικό μέσο όρο μεταξύ της ακαθάριστης απόδοσης των εντόκων γραμματίων του δημοσίου έξι μηνών και της εξέλιξη του δείκτη Rendistato).»

([88]) Από τον ισολογισμό του 2005 του CDP SpA προκύπτει ότι το μέσο *cost of funding* ήταν ίσο με 2,3 % και η διαφορά μεταξύ των χρεωστικών και των πιστωτικών επιτοκίων ήταν 1,5 εκατοστιαίες μονάδες.

([89]) Πβρ. απόφαση 2007/C 31/05 της Επιτροπής, της 26ης Νοεμβρίου 2006, «Αμοιβή που καταβλήθηκε για τη διανομή χρηματοδοτικών προϊόντων καταθέσεων ταχυδρομικού ταμιευτηρίου» (ΕΕ C 31 της 13.2.2007, σ. 11).

7.4.4.2. Σύγκριση με το κόστος του μέσο-μακροπρόθεσμου χρέους του Δημοσίου

(233) Η Ιταλία βεβαιώνει ότι το κόστος του μέσο-μακροπρόθεσμου δανείου του Δημοσίου είναι συχνά υψηλότερο της απόδοσης που επιτυγχάνεται μέσω της εφαρμογής της παραμέτρου (βλέπε αιτιολογική σκέψη 77 και ακόλουθα).

(234) Σ' αυτό το πλαίσιο, η Επιτροπή επισημαίνει ότι:

— Δεν είναι ορθή μόνο η σύγκριση με τη μέσο-μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση. Η Ιταλία δεν ήταν σε θέση να αποδείξει με πειστικό τρόπο ότι οι ταχυδρομικοί τρεχούμενοι λογαριασμοί χρηματοδοτούν μόνο τις μέσο-μακροπρόθεσμες ανάγκες του δημοσίου ταμείου. Αντιθέτως, η Επιτροπή θεωρεί ότι η συγκέντρωση χρησιμοποιήθηκε για την κάλυψη των γενικών απαιτήσεων του δημοσίου ταμείου.

— Περίπου το 60 % των εκδόσεων του Δημοσίου αφορά βραχυπρόθεσμα μέσα (BOT και CTZ) με ανώτατες λήξεις δύο ετών. Η Επιτροπή επισημαίνει επίσης ότι η μέση διάρκεια των χρηματοοικονομικών μέσων (*CCT, CTZ, BTP, BOT*) που εξέδωσε η Ιταλία την περίοδο 2001-2005 είναι ίση με περίπου 4 έτη.

— Το μέσο επιτόκιο αυτών των εκδόσεων ανήλθε το 2005, το 2006 και το 2007, αντιστοίχως σε 2,47 %, 3,32 % και 4,14 % ([90]), δηλαδή σαφώς κατώτερο της παραμέτρου.

— Στον πίνακα 3, τα στοιχεία που εμφανίζονται στη στήλη «μέσος όρος» υπολογίζονται σε σχέση με την περίοδο μεταξύ του 2001 και του έτους αναφοράς. Με άλλα λόγια, το 4,7 % του 2003 είναι ο μέσος όρος των στοιχείων σχετικά με το 2001, 2002 και 2003. Επιπλέον, ο μέσος σταθμισμένος όρος που υπολογίζεται από την Ιταλία περιέχει εκ νέου τις ρευστότητες που συγκεντρώθηκαν με την έκδοση χρεογράφων 5-10-15-30 ετών, ενώ η παράμετρος περιέχει επίσης μια βραχυπρόθεσμη συνιστώσα. Η Επιτροπή θεωρεί μη λογικό το ότι η Ιταλία αποκλείει από τον υπολογισμό τα τριετή χρεόγραφα, αφού και αυτά αποτελούν μεσοπρόθεσμα μέσα. Σύμφωνα με την Επιτροπή, τα υπό εξέταση γεγονότα δεν δικαιολογούν την προσφυγή σ' αυτή τη μεθοδολογική ανάλυση.

(235) Εκ νέου, το καθένα από τα προαναφερθέντα σημεία, αφ' εαυτού του, είναι αρκετό για να θεωρηθεί ότι η σύγκριση που προβλέπει η Ιταλία δεν δίνει καμία λύση.

([90]) Πβρ.έγγραφο «Οι εκδόσεις του δημοσίου ταμείου» το 2005, 2006 και 2007, διαθέσιμο στις ακόλουθες ιστοσελίδες: http://www.tesoro.it/publicdebt e http://www.dt.tesoro.it

7.4.4.3. Άλλα επιχειρήματα

(236) Για να αποδείξει ότι η αμοιβή που επέτυχαν τα PI επί των κατατεθειμένων κεφαλαίων δια νόμου στο Δημόσιο είναι εκείνη που θα επιτυγχανόταν στις χρηματαγορές με ένα συγκρίσιμο προφίλ κινδύνου, η Ιταλία επικαλείται μια υποθετική συναλλαγή *swap* ενός έτους προς την παράμετρο της συμφωνίας. Βάσει των τρεχουσών συνθηκών της αγοράς, η Ιταλία προβάλει το επιχείρημα ότι η αξία αυτής της συναλλαγής θα ήταν ίση Euribor 6 μηνών συν ένα spread ίσο με 1 % στο τέλος 2005, 0,40 % στο τέλος 2006 και 0,30 % στο τέλος Οκτωβρίου 2007. Γι' αυτό το σκοπό, […] επεσήμανε, πριν υποβάλει μια ακόμα περισσότερο ενδελεχή ανάλυση του κόστους ευκαιρίας που δημιουργούνται από την υποχρέωση χορήγησης, ότι το βραχυπρόθεσμο επιτόκιο που τα PI θα έπρεπε να καταβάλουν στην αγορά έναντι της αμοιβής του Δημοσίου (*constant maturity swap*) θα ήταν ίσο με Euribor 6 μηνών συν ένα *spread* 0,43 %. Η Επιτροπή δεν θεωρεί αυτό το συγκεκριμένο επιχείρημα —που δεν εξετάστηκε ενδελεχώς— ούτε σκόπιμο ούτε σχετικό προς τους σκοπούς της παρούσας ανάλυσης.

7.4.4.4. Απαντήσεις στις άλλες παρατηρήσεις της ABI

(237) Η ABI βεβαιώνει ότι στους δύο έντοκους λογαριασμούς στο Δημόσιο που άνοιξε το CDP παρέχεται ένας εξαμηνιαίος τόκος με κυμαινόμενο επιτόκιο ίσο με τον απλό μέσο αριθμητικό όρο μεταξύ της ακαθάριστης απόδοσης των BOT 6 μηνών και της εξέλιξης του μηνιαίου δείκτη Rendistato.

(238) Σ' αυτό το πλαίσιο, η Επιτροπή επισημαίνει ότι:

— Οι πόροι του CDP έχουν διαφορετική φύση έναντι των τρεχούμενων λογαριασμών των πελατών των PI αφού αποτελούνται κυρίως από ταχυδρομική αποταμίευση ([91]), ενώ οι πόροι των PI αποτελούνται από ταχυδρομικούς τρεχούμενους λογαριασμούς.

— Η αμοιβή που καταβάλλεται στο CDP αποτελείται κατά 50 % από μια βραχυπρόθεσμη συνιστώσα και για 50 % από μια μεσοπρόθεσμη συνιστώσα όπως η αμοιβή που καταβάλλεται στα PI επί των καταθέσεών τους στο δημόσιο ταμείο. Η διαφορά μεταξύ των δύο αμοιβών έγκειται κυρίως στο βάρος κάθε συνιστώσας. Ωστόσο, η ABI δεν παρέσχε στοιχεία σχετικά με τη σταθερότητα/μεταβλητότητα των πόρων του CDP, πράγμα που θα είχε επιτρέψει το χαρακτηρισμό της φύσης/μέσης διάρκειας και το βάρος των ρευστοτήτων του CDP.

([91]) Το 2005, επί συνόλου ισολογισμού του CDP 150 δισεκατ. ευρώ, 122 δισεκατ. ευρώ προέρχονται από τη συγκέντρωση του ταχυδρομικού ταμιευτηρίου. Το 2006, επί ισολογισμού του CDP σε σύνολο 181 δισεκατ. ευρώ, τα 145 δισεκατ. ευρώ προέρχονται από τη συγκέντρωση του ταχυδρομικού ταμιευτηρίου (πηγή: Ισολογισμός 2005 και 2006 του CDP).

(239) Ως εκ τούτου, καμία οριστική σύγκριση δεν είναι δυνατή μεταξύ των λογαριασμών του CDP και του λογαριασμού του PI στο δημόσιο ταμείο.

7.5. **Νομιμότητα και συμβιβασιμότητα της κρατικής ενίσχυσης**

(240) Η Ιταλία, επειδή δεν γνωστοποίησε εκ των προτέρων το νέο καθεστώς ενισχύσεων, το έθεσε παρανόμως σε εφαρμογή κατά παράβαση του άρθρου 88 παράγραφος 3 της συνθήκης.

(241) Είναι αναγκαίο να καθοριστεί εάν η ενίσχυση είναι συμβατή με την κοινή αγορά δυνάμει των παρεκκλίσεων που προβλέπονται στο άρθρο 87 παράγραφοι 2 και 3 της συνθήκης.

(242) Η ενίσχυση δεν είναι συμβατή σύμφωνα με το άρθρο 87 παράγραφος 2. Δεν πρόκειται για ενίσχυση κοινωνικού χαρακτήρα προς μεμονωμένους καταναλωτές, ούτε για ενίσχυση για την επανόρθωση ζημιών που προκαλούνται από θεομηνίες ή άλλα έκτακτα γεγονότα, ούτε για ενίσχυση προς την οικονομία ορισμένων περιοχών της Ομοσπονδιακής Δημοκρατίας της Γερμανίας που θίγονται από τη διαίρεση της Γερμανίας.

(243) Όσον αφορά τις παρεκκλίσεις του άρθρου 87 παράγραφος 3 στοιχεία β) και δ), η εν λόγω ενίσχυση δεν προορίζεται για την προώθηση σημαντικών σχεδίων κοινού ευρωπαϊκού ενδιαφέροντος ή για την άρση σοβαρής διαταραχής της οικονομίας της Ιταλίας, ούτε προορίζεται για την προώθηση του πολιτισμού και της διατήρησης της πολιτιστικής κληρονομιάς.

(244) Όσον αφορά την παρέκκλιση του άρθρου 87 παράγραφος 3 στοιχείο γ) σύμφωνα με την οποία δύναται να θεωρηθούν ότι είναι συμβιβάσιμες οι ενισχύσεις που προορίζονται για την προώθηση της αναπτύξεως ορισμένων οικονομικών δραστηριοτήτων ή οικονομικών περιοχών, εφόσον δεν αλλοιώνουν τους όρους των συναλλαγών κατά τρόπο που θα αντέκειτο προς το κοινό συμφέρον, το μέτρο υπό εξέταση δεν συνεπάγεται επενδύσεις ούτε δημιουργία εργασίας και συνιστά μια ενίσχυση στη λειτουργία μη υποκείμενη σε όρους. Σύμφωνα με την πάγια πρακτική της Επιτροπής, δεν μπορεί να θεωρηθεί ότι μια τέτοια ενίσχυση προωθεί την ανάπτυξη ορισμένων οικονομικών δραστηριοτήτων ή οικονομικών περιοχών.

(245) Η ενίσχυση εφαρμόζεται με τον ίδιο τρόπο σε όλη την εθνική επικράτεια και δεν μπορεί ως εκ τούτου να θεωρηθεί συμβατή σύμφωνα με το άρθρο 87 παράγραφος 3 στοιχείο α) ή γ), σχετικά με την ανάπτυξη ορισμένων περιοχών.

(246) Η Επιτροπή θεωρεί ότι η ενίσχυση στη λειτουργία εν θέματι δεν μπορεί να θεωρηθεί ως ενίσχυση που προορίζεται να προωθήσει την ανάπτυξη ορισμένων δραστηριοτήτων, κατά την έννοια του άρθρου 87 παράγραφος 3 στοιχείο γ), ιδίως διότι η διάταξη απαιτεί οι ενισχύσεις «να μην αλλοιώνουν τους όρους συναλλαγών κατά τρόπο που θα αντέκειτο προς το κοινό συμφέρον», όρος που η Επιτροπή δεν θεωρεί ότι πληρείται στην παρούσα υπόθεση. Δεν επιδιώκονται οριζόντιοι στόχοι κοινού ενδιαφέροντος. Η περιοριστική εφαρμογή της ενίσχυσης στα PI δεν τροποποιεί επιπλέον το συμπέρασμα της αξιολόγησης αφού ο επηρεασμός των συναλλαγών μεταξύ κρατών μελών και τα αποτελέσματα μιας ενίσχυσης στη λειτουργία όσον αφορά τη στρέβλωση του ανταγωνισμού είναι ιδιαίτερα ευαίσθητα στο χρηματοοικονομικό και ταχυδρομικό τομέα στους οποίους δρουν τα PI.

(247) Η Ιταλία δεν επικαλέσθηκε καμία από τις προαναφερθείσες παρεκκλίσεις.

(248) Εν κατακλείδι, το καθεστώς ενισχύσεων δεν είναι συμβατό με την κοινή αγορά και πρέπει να καταργηθεί.

(249) Οποιαδήποτε συμφωνία σχετικά με την αμοιβή που το δημόσιο ταμείο οφείλει να καταβάλει στα PI για τη συγκέντρωση που δεν προβλέπεται στον νόμο για τον προϋπολογισμό 2007 θα πρέπει να βασίζεται σε μια λεπτομερή ανάλυση της φύσης των ρευστοτήτων και των κινδύνων που αναλαμβάνουν τα μέρη. Σ' αυτό το πλαίσιο, η Επιτροπή παρατηρεί ότι δεν είναι δυνατόν να χρησιμοποιηθούν τα πορίσματα της μελέτης […] και των στατιστικών σχετικά με την περίοδο που προηγείται του 2007 χωρίς να πραγματοποιηθούν περαιτέρω έρευνες, αφού η φύση των ρευστοτήτων θα μπορούσε να αλλάξει. Η μελέτη […] και οι στατιστικές, όντως, βασίζονται πάνω απ' όλα στη συγκέντρωση στους τρεχούμενους λογαριασμούς της ιδιωτικής πελατείας, ενώ οι (ενδεχόμενες) ρευστότητες που καταβλήθηκαν από το 2007 στο δημόσιο ταμείο κυρίως δεν αφορούν αυτήν την πελατεία.

7.6. **Ανάκτηση**

(250) Σύμφωνα με το άρθρο 14 παράγραφος 1 του κανονισμού (ΕΚ) αριθ. 659/1999, σε περίπτωση αρνητικής απόφασης για υπόθεση παράνομων ενισχύσεων, η Επιτροπή αποφασίζει την εκ μέρους του οικείου κράτους μέλους λήψη όλων των αναγκαίων μέτρων για την ανάκτηση της ενίσχυσης από τον δικαιούχο. Ωστόσο, η Επιτροπή δεν απαιτεί ανάκτηση της ενίσχυσης εάν αυτό αντίκειται σε κάποια γενική αρχή του κοινοτικού δικαίου.

(251) Η Επιτροπή θεωρεί ότι στη συγκεκριμένη περίπτωση, καμία γενική αρχή του κοινοτικού δικαίου δεν αντιτίθεται στην ανάκτηση.

(252) Για τον καθορισμό της ανάκτησης πρέπει να ληφθεί υπόψη η επαναφορά της προηγούμενης κατάστασης, αξιολογώντας εάν υπάρχει μια στρατηγική εναλλακτικής επένδυσης που, εν απουσία παράνομης ενίσχυσης και σύμφωνα με τους εσωτερικούς κανόνες συμβατούς με το κοινοτικό δίκαιο, προσέφερε ένα παρόμοιο πλεονέκτημα στα ΡΙ. Σχετικά, η Επιτροπή θεωρεί ότι δεν είναι δυνατόν να υποτεθεί μια «κανονική» κατάσταση από τις αντιφατικές εναλλακτικές επενδύσεις στις οποίες αναφέρθηκε η Ιταλία. Η ανάκτηση δεν μπορεί να καθοριστεί λαμβάνοντας υπόψη διαφορετικές πράξεις που οι επιχειρήσεις θα μπορούσαν να είχαν πραγματοποιήσει εάν δεν είχαν επιλέξει τη μορφή της πράξης την οποία συνόδευε η ενίσχυση. Αυτό θα συνεπάγετο μια αποκατάσταση του παρελθόντος σε συνάρτηση με τα υποθετικά στοιχεία. Η μόνη αναφορά που η Επιτροπή μπορεί να χρησιμοποιήσει είναι η μεθοδολογία που προκύπτει από το κριτήριο του συνετού δανειολήπτη που λειτουργεί σε μια οικονομία της αγοράς.

(253) Το προς ανάκτηση ποσό για την αποκατάσταση της προηγούμενης κατάστασης πρέπει κατά συνέπεια να είναι ίσο με τη διαφορά μεταξύ: i) της ετήσιας αμοιβής που καταβάλλεται στα ΡΙ βάσει της συμφωνίας και ii) το ποσό που προκύπτει από την εφαρμογή του κριτηρίου του συνετού δανειολήπτη που λειτουργεί σε μια οικονομία της αγοράς (βλέπε πίνακες 6 και 6α).

8. **ΝΟΜΟΣ ΓΙΑ ΤΟΝ ΠΡΟΫΠΟΛΟΓΙΣΜΟ 2007**

(254) Ο νόμος για τον προϋπολογισμό 2007 δεν εμφανίζεται ευλόγως στην απόφαση κίνησης της διαδικασίας. Η αξιολόγησή του υπό το πρίσμα των κανόνων περί κρατικών ενισχύσεων δε συνεπάγεται ωστόσο δυσκολίες.

(255) Σύμφωνα με τον νόμο για τον προϋπολογισμό 2007 «τα κονδύλια που προέρχονται από τη συγκέντρωση που πραγματοποιείται από τις Poste Italiane SpA για δραστηριότητα bancoposta στην ιδιωτική πελατεία (…) επενδύονται σε κρατικά χρεόγραφα της ευρωζώνης με ευθύνη των Poste Italiane SpA». Οι τόκοι που καταβάλλονται γι' αυτά τα χρεόγραφα δεν συνιστούν κρατική ενίσχυση αφού δεν συνεπάγονται επιλεκτικό πλεονέκτημα.

9. **ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ**

(256) Η Επιτροπή διαπιστώνει ότι η Ιταλία εφάρμοσε παράνομα το καθεστώς ενισχύσεων που συνίσταται στην πληρωμή χρεωστικού επιτοκίου από μέρους του δημοσίου ταμείου για τις ρευστότητες που κατατίθενται από τα ΡΙ δυνάμει του νόμου για τον προϋπολογισμό 2006 και της συμφωνίας, κατά παράβαση του άρθρου 88 παράγραφος 3 της συνθήκης.

(257) Το καθεστώς πρέπει να καταργηθεί. Οι παράνομες και ασύμβατες κρατικές ενισχύσεις πρέπει να ανακτηθούν.

(258) Ο νόμος για τον προϋπολογισμό 2007 δεν περιλαμβάνει κρατικές ενισχύσεις,

ΕΞΕΔΩΣΕ ΤΗΝ ΠΑΡΟΥΣΑ ΑΠΟΦΑΣΗ:

Άρθρο 1

Το καθεστώς κρατικών ενισχύσεων σχετικά με την αμοιβή των τρεχούμενων λογαριασμών των Poste Italiane στο Δημόσιο Ταμείο, που θεσπίζεται με τον νόμο αριθ. 266, της 23ης Δεκεμβρίου 2005, και από τη συμφωνία μεταξύ του Υπουργείου Οικονομίας και Οικονομικών και των Poste Italiane, της 23ης Φεβρουαρίου 2006, το οποίο η Ιταλία εφάρμοσε παράνομα κατά παράβαση του άρθρου 88 παράγραφος 3 της συνθήκης, είναι ασυμβίβαστο με την κοινή αγορά.

Άρθρο 2

Η Ιταλία καταργεί το καθεστώς του άρθρου 1, με ισχύ από την ημερομηνία έκδοσης της παρούσας απόφασης.

Άρθρο 3

1. Η Ιταλία προβαίνει στην ανάκτηση από τον δικαιούχο της μη συμβιβάσιμης ενίσχυσης που χορηγήθηκε στο πλαίσιο του καθεστώτος που αναφέρεται στο άρθρο 1.

2. Το προς ανάκτηση ποσό είναι ίσο με τη διαφορά μεταξύ της ετήσιας αμοιβής των τρεχούμενων λογαριασμών των Poste Italiane στο Δημόσιο Ταμείο που καταβάλλεται βάσει της συμφωνίας η οποία αναφέρεται στο άρθρο 1 και του ποσού που προκύπτει από την εφαρμογή του κριτηρίου του συνετού δανειολήπτη που λειτουργεί σε μια οικονομία της αγοράς, το οποίο προκύπτει από τον πίνακα 6α της παρούσας απόφασης.

3. Τα προς ανάκτηση ποσά περιλαμβάνουν τους τόκους που υπολογίζονται από την ημερομηνία κατά την οποία τέθηκαν στη διάθεση του δικαιούχου μέχρι εκείνη της πραγματικής ανάκτησής τους.

4. Οι τόκοι υπολογίζονται σε σύνθετη βάση σύμφωνα με το κεφάλαιο V του κανονισμού (ΕΚ) αριθ. 794/2004 και του κανονισμού (ΕΚ) αριθ. 271/2008 που τροποποιεί τον κανονισμό (ΕΚ) αριθ. 794/2004.

5. Η Ιταλία ακυρώνει όλες τις πραγματοποιηθείσες πληρωμές βάσει του καθεστώτος ενισχύσεων του άρθρου 1, με ισχύ από την ημερομηνία έκδοσης της παρούσας απόφασης.

Άρθρο 4

1. Η ανάκτηση της ενίσχυσης του άρθρου 1 είναι άμεση και πραγματική.

2. Η Ιταλία εξασφαλίζει την εκτέλεση της παρούσας απόφασης εντός τεσσάρων μηνών από την ημερομηνία της γνωστοποίησής της.

Άρθρο 5

1. Η Ιταλία διαβιβάζει τις ακόλουθες πληροφορίες στην Επιτροπή, εντός δύο μηνών από την κοινοποίηση της παρούσας απόφασης:

α) το συνολικό ποσό (κεφάλαιο και τόκους) προς ανάκτηση από τον δικαιούχο·

β) μία λεπτομερή περιγραφή των μέτρων που ήδη θεσπίστηκαν και προβλέπονται προς συμμόρφωση με την παρούσα απόφαση·

γ) τα έγγραφα που πιστοποιούν ότι ο δικαιούχος υποχρεώθηκε σε επιστροφή της ενίσχυσης.

2. Η Ιταλία πληροφορεί την Επιτροπή για την πρόοδο των εθνικών μέτρων που εκδόθηκαν για την εκτέλεση της παρούσας απόφασης μέχρι την πλήρη ανάκτηση της ενίσχυσης του άρθρου 1. Διαβιβάζει αμέσως, κατόπιν αιτήσεως της Επιτροπής, τις πληροφορίες σχετικά με τα μέτρα που έχει ήδη λάβει και προγραμματίσει για να συμμορφωθεί με την παρούσα απόφαση. Παρέχει επίσης λεπτομερείς πληροφορίες για το ποσό της ενίσχυσης και των τόκων που έχουν ήδη ανακτηθεί από τον δικαιούχο.

Άρθρο 6

Η παρούσα απόφαση απευθύνεται στην Ιταλική Δημοκρατία.

Βρυξέλλες, 16 Ιουλίου 2008.

Για την Επιτροπή

Neelie KROES

Μέλος της Επιτροπής