II

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

DECISIONES

COMISIÓN

DECISIÓN DE LA COMISIÓN

de 16 de julio de 2008

relativa a la ayuda estatal ejecutada por Italia para remunerar las cuentas corrientes de Poste Italiane ante la Tesorería del Estado [C 42/06 (ex NN 52/06)]

[notificada con el número C(2008) 3492]

(El texto en lengua italiana es el único auténtico)

(Texto pertinente a efectos del EEE)

(2009/178/CE)

LA COMISIÓN DE LAS COMUNIDADES EUROPEAS,

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

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

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

Considerando lo siguiente:

1. **PROCEDIMIENTO**

(1) Por carta de 30 de diciembre de 2005, *l'Associazione Bancaria Italiana* (en lo sucesivo, «ABI») presentó una denuncia ante la Comisión por una serie de presuntos beneficios a favor de las actividades bancarias de *Poste Italiane SpA* (en lo sucesivo, «PI»). Según la denuncia, Italia otorga a PI un tipo de interés de alrededor del 4 % por los fondos recogidos a través de cuentas corrientes postales y transferidos a una cuenta corriente abierta en la Tesorería del Estado, aunque las cuentas corrientes postales ofrecen un rendimiento medio del 1 %. El margen positivo de PI resultante de la diferencia entre el tipo de interés de préstamo y el tipo de interés de depósito ([2]) sería superior al margen de interés «de mercado», por lo que constituiría una ayuda estatal.

(2) Por carta de 7 de febrero de 2006, la Comisión solicitó aclaraciones a las autoridades italianas. Tras pedir una prórroga del plazo de respuesta, Italia contestó por carta de 21 de abril de 2006. El 30 de marzo de 2006, las autoridades italianas se reunieron con los representantes de PI.

(3) Por carta de 26 de septiembre de 2006, la Comisión comunicó a Italia su decisión de incoar el procedimiento previsto en el artículo 88, apartado 2, del Tratado CE con respecto a esta medida.

(4) La decisión de la Comisión de incoar el procedimiento se ha publicado en el *Diario Oficial de la Unión Europea* ([3]). La Comisión invitó a los interesados a presentar sus observaciones sobre la ayuda en cuestión. Las autoridades italianas presentaron observaciones mediante cartas de 31 de octubre de 2006 y 29 de diciembre de 2006, y ABI respondió por carta de 27 de diciembre de 2006. Por carta de 15 de enero de 2007, la Comisión transmitió las observaciones de ABI a las autoridades italianas. Las autoridades italianas respondieron por carta de 16 de febrero de 2007.

(5) Por carta de 21 de febrero de 2007, la Comisión solicitó información adicional, que Italia transmitió por cartas de 30 de marzo de 2007, 2 de abril de 2007 y 1 de junio de 2007.

(6) El 28 de junio de 2007 y el 24 de octubre de 2007, se celebraron dos reuniones con las autoridades italianas y los representantes de PI. Al término de la última reunión, la Comisión pidió información adicional mediante carta de 25 de octubre de 2007, a la que Italia contestó el 27 de noviembre de 2007.

([1]) DO C 290 de 29.11.2006, p. 8.

([2]) Donde el tipo de interés de préstamo es la remuneración otorgada por el Tesoro a los fondos transferidos y el tipo de interés de depósito es el concedido por PI a los titulares de cuentas corrientes postales.

([3]) Véase la nota 1 a pie de página.

(7) Italia envió la información adicional el 29 de febrero de 2008, y el 4 de marzo de 2008 la Comisión se reunió con las autoridades italianas.

(8) La Comisión pidió información adicional el 5 de marzo de 2008 y el 3 de abril de 2008, e Italia contestó, respectivamente, el 7 de marzo de 2008 y el 23 de abril de 2008.

2. LAS ACTIVIDADES EMPRESARIALES DE PI Y BANCOPOSTA — LOS MERCADOS DE REFERENCIA

(9) PI es el proveedor universal de servicios postales de Italia y cumple la obligación universal de servicio postal ([4]) impuesta por la normativa italiana que regula el servicio postal universal ([5]). En la actualidad, los servicios financieros no están incluidos en el servicio de interés económico general asignado a PI.

(10) Además de proporcionar servicios postales básicos, PI ofrece productos y servicios integrados de comunicación, logísticos y financieros en toda Italia. Las principales cifras para 2006 son las siguientes ([6]):

Personal total (media anual)	151 470
Áreas regionales	9
Sucursales	140
Oficinas de correos	13 893
PRINCIPALES DATOS ECONÓMICOS DEL GRUPO POSTE ITALIANE	*(en millones de EUR)*
Total de ingresos	17 055,6
Ingresos por ventas y prestaciones	15 932,2
de los cuales:	
— servicios postales	5 339,4
— servicios financieros	4 382,5
— servicios de seguro	5 993,6
— otros servicios	216,7
Otros ingresos	1 123,3
Beneficio neto	675,7
SERVICIOS POSTALES	*volúmenes (número de envíos)*
Productos y servicios	
Correo (regular, prioritario, certificado, asegurado, documentos legales, otros correos certificados)	3 522 792 200
Correo comercial (Postatarget, catálogos, correo sin dirección, etc.)	1 887 699 700
Periódicos (impresos, regalos, libros etc.)	1 216 045 800
Comunicaciones electrónicas (telegramas, fax, télex)	17 442 800
Correo exprés (Poste Italiane y SDA)	46 284 600
Paquetes	16 052 000
AHORROS POSTALES	
Libretas de ahorro, cupones de ahorro y cuentas corrientes postales: total	282 408 millones EUR
Pólizas de seguros de vida: importes suscritos	5 989 millones EUR
Cuenta BancoPosta: número de cuentas corrientes abiertas	4 880 000
Tarjeta Postepay: número de tarjetas emitidas	2 801 000

([4]) El servicio universal incluye la recogida, el transporte, la clasificación y la distribución de envíos postales de hasta 2 kg y paquetes postales de hasta 20 kg, y servicios relativos a envíos certificados y envíos asegurados.
([5]) Decreto Legislativo nº 261, de 22 de julio de 1999, publicado en la GURI nº 182 de 5.8.1999, y Decreto del Ministerio de Comunicaciones, de 17 de abril de 2000, publicado en la GURI nº 102 de 4.5.2000.
([6]) *Fuente*: Sitio web de PI, febrero de 2008.

(11) Según el informe anual de PI, los servicios postales supusieron el 33,5 % del volumen total de facturación del grupo en 2006; las actividades financieras, el 27,5 %; y los seguros, el 37,6 %. Los servicios financieros supusieron el 82 % de los beneficios de explotación del Grupo PI, y los servicios de seguros, el 18,7 %. Los servicios postales registraron una pérdida de explotación de 4 millones EUR.

(12) Las actividades bancarias de PI se realizan a través de un departamento completamente integrado denominado BancoPosta.

(13) Antes de diciembre de 2003, el PI era propiedad del Estado italiano al cien por cien. En diciembre de 2003, el Estado transfirió el 35 % del capital social de PI a *Cassa Depositi e Prestiti* («Fondo de Préstamos y Depósitos») (en lo sucesivo, «el CDP»). El CDP fue un organismo estatal hasta finales de 2003, cuando se convirtió en una sociedad anónima (SA). Desde entonces, aunque el 30 % de su capital social se transfirió a 65 fundaciones bancarias ([7]), el CDP ha permanecido bajo el control del Estado.

(14) Poste Italiane SpA es también un ente privado controlado por el Estado.

2.1. **Servicios postales**

(15) Según un reciente estudio ([8]), antes de la aplicación de la primera Directiva Postal ([9]), el italiano era un mercado postal relativamente abierto. Otros operadores distintos de PI podían encargarse de la distribución del correo directo y del correo híbrido. Algunos operadores locales de correo distribuían cartas en régimen de subcontratación con PI. Tras la aplicación de la Directiva, el reparto del correo híbrido se convirtió en un ámbito reservado a PI y desapareció la subcontratación. El correo internacional saliente y entrante pasó a ser un ámbito reservado a PI. Desde el 1 de enero de 2003, la legislación italiana ha incorporado la segunda Directiva Postal, que establece la apertura completa del mercado postal de la UE a la competencia antes del 1 de enero de 2009: limita el ámbito reservado a las cartas de hasta 100 g y a tres veces la tarifa básica para el correo prioritario ([10]). Desde el 1 de enero de 2006, el ámbito reservado está limitado a cartas de hasta 50 g y a 2,5 veces la tarifa básica para el correo prioritario ([11]). En la actualidad, el mercado postal está relativamente abierto a la competencia *de jure*, puesto que el reparto de correo directo está liberalizado. Las normas de ingreso no se consideran severas ([12]).

(16) El 19 de octubre de 2006, la Comisión propuso una nueva Directiva postal con el objetivo de completar el mercado único de los servicios postales de la Comunidad. La Directiva entró en vigor el 27 de febrero de 2008 y establece la abolición de los monopolios legales de servicios postales antes del 31 de diciembre de 2010, aunque permite que algunos Estados miembros amplíen el plazo a diciembre de 2012 ([13]).

([7]) De conformidad con el artículo 5 del Decreto-Ley nº 269 de 30 de septiembre de 2003 y de la Ley de conversión de 24 de noviembre de 2003, las acciones del CDP se asignaron al Estado. Las fundaciones y otras sociedades públicas o privadas pueden tener acciones que en conjunto no deben superar una minoría del total.

([8]) ECORYS-NEI, *Desarrollo de la Competencia en el Sector Postal Europeo*, julio de 2005.

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

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

([11]) Decreto Legislativo nº 283 de 23 de diciembre de 2003, publicado en la GURI 22 de 28.1.2004.

([12]) Véase la nota 8 a pie de página.

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

2.2. **Servicios financieros**

(17) El Decreto nº 144 de 14 de marzo de 2001 establece las normas que rigen los servicios bancarios y financieros que puede ofrecer PI; estas actividades empresariales las lleva a cabo BancoPosta. Los servicios incluyen: todas las modalidades de captación de ahorros del público; servicios de pagos; intermediación en el cambio de divisas; promoción y colocación de préstamos concedidos por bancos y otros intermediarios financieros autorizados; prestación de algunos servicios de inversión (negociación por cuenta de terceros y colocación y recaudación de órdenes, excluyendo así la negociación en nombre propio y la gestión individual de carteras, por lo menos hasta 2007). Se prohíbe expresamente a PI implicarse en la financiación.

(18) BancoPosta puede considerarse una institución de depósitos y un intermediario financiero. Aunque no es un banco, utiliza las numerosas oficinas de correos de PI para realizar sus operaciones y ofrecer productos bancarios y otros productos financieros.

(19) Las 13 893 oficinas de correos (por término medio, al menos una por municipio) convierten a PI en la red bancaria más grande de Italia, por lo que deben contemplarse como una ventaja más que una carga: la mayor parte de su coste lo cubren los servicios financieros, y no se consideran una carga para el proveedor universal de servicios ([14]).

(20) La agencia de evaluación Fitch afirma en un informe publicado en 2004 que PI/BancoPosta tiene una capacidad de llegar a toda la población italiana que ningún banco nacional podrá igualar en un futuro próximo ([15]). Por otra parte, Fitch considera que PI ha puesto el desarrollo de los servicios financieros en el centro de su estrategia.

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

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

— servicios de pagos,

— colocación de productos financieros y de inversión.

(22) PI capta depósitos directamente a través de cuentas corrientes postales. El cuadro 1 indica el promedio anual del total de depósitos en cuentas corrientes postales en el período 1995-2006:

Cuadro 1

en miles de millones EUR

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Permanencia anual	[…] (*)	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]

(*) Información confidencial.

(23) En 2001 PI lanzó el *Conto BancoPosta*, una cuenta corriente postal similar a una cuenta bancaria ordinaria. Antes del lanzamiento de la cuenta BancoPosta, la cuenta corriente postal no era un instrumento adecuado para personas privadas, a causa de la falta de servicios asociados (tales como tarjetas de crédito y débito); las cuentas corrientes postales estaban destinadas principalmente a la administración pública y a las empresas con elevados volúmenes de facturación (servicios públicos nacionales).

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

([15]) Informe especial de FitchRatings, *The European Regulated Mail Sector: Tomorrow's deliveries*, 9 de julio de 2004.

(24) Italia indica que, durante el período 2000-2007, la cuota de mercado de las cuentas corrientes postales en el mercado italiano de cuentas corrientes fue la siguiente:

Fecha contable	Cuota de mercado
31 de diciembre de 2000	[3 – 8] %
31 de diciembre de 2001	[3 – 8] %
31 de diciembre de 2002	[3 – 8] %
31 de diciembre de 2003	[3 – 8] %
31 de diciembre de 2004	[3 – 8] %
31 de diciembre de 2005	[3 – 8] %
31 de diciembre de 2006	[3 – 8] %
31 de diciembre de 2007	[3 – 8] %

(25) ABI indica que la captación directa de fondos de PI aumentó más rápidamente que la de sus competidores bancarios. Entre 1999 y 2004, la captación bancaria directa aumentó un 36 % frente al 94 % de la de las cuentas corrientes postales ([16]). ABI sostiene que el crecimiento de la captación de depósitos directa de PI erosionó perceptiblemente la de los bancos: en 1999, las cuentas postales supusieron el 2,2 % de la captación de fondos directa de los bancos y las oficinas de correos; en 2004, esta cuota aumentó al 3,1 %. ABI considera que este incremento se debió principalmente a las atractivas condiciones que ofrece PI a los titulares de cuentas por los mismos servicios. Por ejemplo, el interés medio para los depósitos en cuentas corrientes en los bancos oscila entre el 0,6 % y el 0,7 %, mientras que PI ofrecía el 1 % a principios de 2005.

(26) Además de la captación directa por medio de cuentas corrientes postales, PI también moviliza fondos indirectamente por medio de la colocación de libretas de ahorro postales y certificados de ahorro en nombre del CDP.

(27) En los últimos años, PI ha ampliado perceptiblemente la gama de sus servicios de pagos a los clientes, añadiendo a los instrumentos postales tradicionales (formularios de transferencia y giros postales) una serie de instrumentos que antes sólo ofrecían los bancos (tarjetas de crédito y débito, transferencias de crédito, domiciliaciones de facturas de servicios públicos) ([17]).

(28) Finalmente, PI proporciona servicios de colocación para:

— bonos emitidos por los bancos y CDP,

— pólizas de seguros suscritas por Poste Vita ([18]),

— fondos de inversión gestionados por la empresa de gestión de activos BancoPosta Fondi SGR ([19]),

— préstamos concedidos por terceros: los préstamos personales y las hipotecas se venden en nombre de los bancos.

([16]) ABI calcula el aumento del 94 % basándose en los balances anuales de PI. Según ABI, las cuentas corrientes postales representaron el 4,6 % del total de las cuentas corrientes bancarias y postales en 1999 y el 6,2 % en 2004.

([17]) En algunos casos, como el de las tarjetas de débito y las domiciliaciones en cuenta, el servicio lo proporciona el propio PI; en otros casos, PI distribuye productos de terceros (tales como tarjetas de crédito, que distribuye en nombre de los bancos).

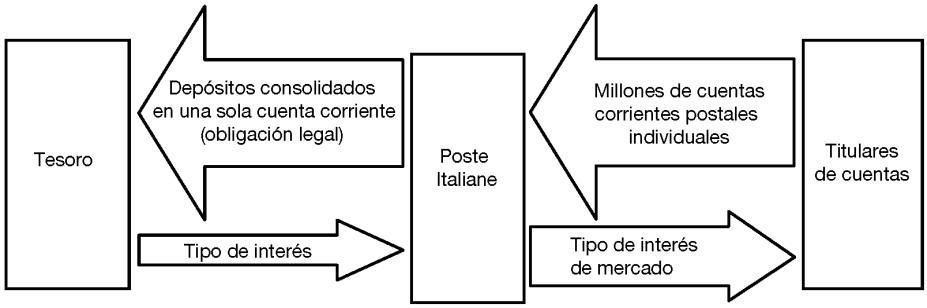
([18]) Poste Vita SA es una filial propiedad al cien por cien de PI.

([19]) BancoPosta Fondi SGR es una filial propiedad al cien por cien de PI.

3. EVALUACIÓN DE LAS MEDIDAS

(29) La figura 1 muestra las relaciones entre PI y el Tesoro, siguiendo el Decreto del 5 de diciembre de 2003 ([20]).

Figura 1



(30) La medida que aquí se valora es la Ley nº 266 de 23 de diciembre de 2005 ([21]) («Ley de Finanzas de 2006»), aplicada mediante un acuerdo entre PI y el Ministerio de Asuntos Económicos y Finanzas con fecha de 23 de febrero de 2006 (en lo sucesivo, «el Acuerdo»).

(31) La ley de Finanzas de 2006 establece que PI y el Ministerio de Asuntos Económicos y Finanzas deben determinar los parámetros de mercado y los métodos de cálculo del tipo de interés que debe pagarse por los fondos depositados en cuentas corrientes postales y mantenidos en el Tesoro; también establece una reducción de al menos 150 millones EUR por lo que se refiere a los intereses adeudados en este concepto por el Ministerio desde el año 2005.

(32) El Acuerdo define los mecanismos concretos para calcular los tipos de interés durante un período de tres años; entró en vigor el 4 de abril de 2006 ([22]), con efecto retroactivo desde el 1 de enero de 2005. El Acuerdo expira el 4 de abril de 2009. El tipo de interés anual se calcula esencialmente como la media ponderada de los rendimientos anuales medios de los bonos del Tesoro plurianuales a 30 años ([23]) (80 %), bonos del Tesoro plurianuales a 10 años (10 %) y bonos ordinarios del Tesoro a 12 meses ([24]) (10 %). Los rendimientos anuales medios de los valores del Estado mencionados en el Acuerdo se obtienen calculando la media aritmética simple de los 24 valores referidos al 1 y al 15 de cada mes por MTS SA, la empresa que gestiona la plataforma electrónica para la negociación de las obligaciones del Estado italiano y otros valores a plazo fijo. El hecho de que se actualicen los parámetros cada 15 días significa que los rendimientos son variables y fluctúan. En caso de que se produzca una alteración en la curva de los tipos que cambie la relación entre los tipos a corto y a largo plazo, PI puede pedir una revisión de la cesta. Cualquier parte se puede retirar del Acuerdo, informando de ello a la otra parte por lo menos seis meses antes del 31 de diciembre de cualquier año.

(33) La aplicación de la metodología del Acuerdo arroja los siguientes resultados:

	2005	2006	2007
Tipo de interés %	3,90	4,25	4,70
Interés a pagar (en millones EUR)	1 336 ([1])	1 516	1 012

([1]) El interés pagado durante 2004 fue de 1 356 000 millones EUR. Si la legislación vigente en 2004 se hubiera aplicado de nuevo en 2005, el interés pagadero hubiera sido al menos superior en 150 millones EUR.

([20]) Publicada en la GURI 288 de 12.12.2003.
([21]) Publicada en la GURI 302 de 29.12.2005, Suplemento ordinario a la HURÍ nº 211. La Ley tiene efecto retroactivo desde el 1 de enero de 2005.
([22]) El Acuerdo se aprobó mediante el Decreto Ministerial de 3 de abril de 2006.
([23]) *Buoni del tesoro poliennali* (BTP).
([24]) *Buoni ordinari del Tesoro* (BOT).

(34) Los intereses de 2005 se pagaron en 2006, y los intereses de 2006 se pagaron en 2007. Italia declara que no se han pagado todavía los intereses de 2007.

(35) Los fondos captados en cuentas corrientes postales debían depositarse en el Ministerio de Economía y de Finanzas/-Tesoro (la denominada «Obligación») ([25]).

(36) Con la Ley nº 296 de 27 de diciembre de 2006 («Ley de Finanzas de 2007») ([26]), Italia modificó el sistema de remuneración contemplado en la Ley de Finanzas de 2006. Conforme a la nueva ley, los fondos captados de clientes privados (fondos captados a través de cuentas corrientes postales que no son de la administración pública) deben ser invertidos por PI en bonos del Estado de la zona del euro ([27]). La nueva ley elimina la restricción del uso por parte de PI de los fondos captados exclusivamente de clientes privados. La ley establece que las nuevas disposiciones debían introducirse gradualmente antes del 31 de diciembre de 2007. Los fondos que proceden de clientes que no son clientes privados (alrededor del 25-30 % del conjunto) deben invertirse igual que antes.

4. **MOTIVOS PARA INCOAR EL PROCEDIMIENTO**

(37) En la decisión de septiembre de 2006, la Comisión observaba que para determinar si se estaba concediendo alguna ventaja a PI podía ser importante, en teoría, analizar los componentes que forman el margen positivo de PI derivados de la diferencia entre el tipo de préstamo y el tipo de depósito ([28]). Pero ya la decisión de incoar el procedimiento llegaba a la conclusión formal de que, en el presente caso, tan sólo del tipo de préstamo puede derivarse una ventaja.

(38) La Comisión albergaba dudas en cuanto a la posibilidad de que el sistema que determinó desde 2005 el tipo de interés que debía aplicarse a los fondos de las cuentas corrientes depositados en el Tesoro constituya una referencia apropiada de mercado.

(39) La Comisión opinaba que para establecer el tipo de mercado sería necesario, por regla general, considerar el tipo de interés que un prestatario privado estaría dispuesto a pagar a PI por los fondos depositados, habida cuenta de su naturaleza y volumen. El tipo que definía el Acuerdo podía no ser un tipo de mercado. En particular, la Comisión observaba que el depósito de PI en el Tesoro estaba en una cuenta corriente. El Tesoro, y no PI, cubría el riesgo de liquidez asociado con los fondos depositados. Además, el dinero captado y abonado a la cuenta corriente se utilizaba para financiar necesidades presupuestarias ordinarias. Si Italia tuviera que reemplazar el sistema actual de captación a través de PI, no estaba claro que la herramienta financiera alternativa habría de consistir esencialmente en valores a largo plazo. Aunque Italia insistía en que el reciente aumento de los fondos captados en las cuentas corrientes postales revelaba que los recursos disponibles para el Tesoro eran estables, el nivel de financiación proporcionado al CDP y al Tesoro año tras año había variado, de hecho, considerablemente.

(40) Además, dada la singular posición de PI, obligado por ley a depositar en el Estado el dinero captado en las cuentas corrientes de sus clientes, la Comisión no podía excluir que no hubiera ningún estándar comparable en el mercado. En tales circunstancias, la Comisión tendría que establecer el coste de funcionamiento de esa cuenta para PI (cuantificación posible con un sistema de contabilidad analítica eficaz) y añadir un margen razonable. Esta suma indicaría un tipo *ad hoc* de «mercado». Este planteamiento se justificaría también si la Comisión considerara que PI actúa simplemente como canalizador de la captación de fondos para el Estado a través de sus numerosas y ubicuas oficinas de correos.

(41) Si la Ley de 2006 y el Acuerdo hubiesen engendrado ayuda estatal, esta, en opinión de la Comisión, hubiese sido nueva, ilegal e incompatible.

5. **OBSERVACIONES DE TERCEROS**

(42) En su carta de 27 de diciembre de 2006, los principales comentarios de ABI son los siguientes.

([25]) El servicio postal de cuentas corrientes se rige esencialmente por una ley de 1917, publicada en la GURI 219 de 6.9.1917, modificada por el Decreto Legislativo nº 822 de 22 de noviembre de 1945, publicado en la GURI 12 de 15.1.1946. Hasta 2003 esa legislación establecía que los fondos captados en las cuentas corrientes postales se depositaran en una cuenta corriente generadora de intereses del CDP a un tipo de interés igual al rendimiento medio anual recibido por el CDP del capital gestionado por él, menos 15 puntos básicos. De acuerdo con el Decreto de 5 de diciembre de 2003, el CDP fue sustituido por el Tesoro en las relaciones que resultan del servicio postal de cuentas corrientes. La obligación de depósito se establece en el artículo 14 de la Ley de 1917.

([26]) Publicado en la GURI 299 de 27.12.2006.

([27]) Según las autoridades italianas, los fondos captados en las cuentas postales que pertenecen a clientes privados suponen alrededor del 70-75 % de la cantidad total de fondos captados en las cuentas postales.

([28]) Véase la nota 2 a pie de página.

(43) ABI observa que los fondos depositados en el Tesoro representan una deuda que el Tesoro paga el año después del depósito. Como la Comisión señaló en la Decisión de septiembre de 2006, el riesgo de liquidez asociado a los fondos depositados lo asume el Tesoro, no PI. Esto significa que si los fondos transferidos fueran menores en comparación con el año anterior, el Tesoro tendría que remunerar a BancoPosta con el tipo fijado por el Acuerdo y devolver a PI la diferencia entre las cantidades depositadas.

(44) Según ABI, los fondos captados en cuestión se deben considerar a corto plazo. A lo que hay que añadir que se utilizan para financiar necesidades presupuestarias ordinarias.

(45) De conformidad con el Decreto Ministerial de 5 de diciembre de 2003, el CDP abrió dos cuentas corrientes en el Tesoro con un tipo de interés semestral variable equivalente a la media aritmética simple del tipo de interés semestral bruto de los Bonos del Tesoro Ordinarios (BOT) y el valor del índice mensual Rendistato ([29]).

(46) Para valorar si la remuneración otorgada a PI por los fondos depositados en el Tesoro constituye una ayuda estatal, el tipo de interés pagado a PI debe compararse con el tipo de interés de los bonos del Tesoro ordinarios a corto plazo (12 meses). En enero de 2005, el rendimiento de un bono del Tesoro ordinario a 12 meses fue de 2,21 %, un 1,69 % menos que la remuneración otorgada a PI.

6. OBSERVACIONES DE ITALIA

(47) En sus cartas de 31 de octubre de 2006, 29 de diciembre de 2006, 16 de febrero de 2007, 30 de marzo de 2007, 2 de abril de 2007, 1 de junio de 2007, 27 de noviembre de 2007, 29 de febrero de 2008, 7 de marzo de 2008 y 23 de abril de 2008, Italia formuló las observaciones que figuran a continuación.

(48) Italia confirma que, en virtud de lo dispuesto en la Ley Financiera y en el Acuerdo, los intereses adeudados a PI se determinan según parámetros de mercado. Dichos intereses no otorgan ventaja alguna a PI.

6.1. **Variación en las cantidades depositadas en las cuentas corrientes postales**

(49) Según Italia, el aumento de la captación de las cuentas corrientes postales solo es comparable a la de las cuentas corrientes bancarias desde 2001, cuando se lanzó la nueva cuenta BancoPosta. Antes de 2001, la cuenta corriente postal para personas privadas no podía considerarse un substituto de las cuentas corrientes bancarias porque no ofrecía los servicios asociados a estas (como tarjetas de débito y crédito), y la utilizaban principalmente la administración pública y empresas que emitían un número elevado de facturas (servicios públicos nacionales). Según Italia, el aumento de los fondos captados en las cuentas corrientes postales desde 2001 responde a la novedad del producto.

(50) Antes de 2001, las variaciones en las cantidades de los fondos depositados —incluida la significativa reducción que se produjo en la segunda mitad de la década de los noventa, especialmente entre 1996 y 1997— se debieron en parte a la Ley nº 662 de 23 de diciembre de 1996, que impuso el cierre de las cuentas que el Tesoro había estado utilizando para pagar las pensiones del Estado; esto generó una reducción de unos 11 000 millones EUR en los depósitos mantenidos el 1 de enero de 1997. Entre 1997 y 1999, varios factores contribuyeron a la disminución de los depósitos. Las autoridades italianas sostienen que es difícil identificar con exactitud las causas de esas variaciones, debido en parte a la naturaleza de PI (que en ese momento era un ente público económico) y a factores políticos externos. Solo después de 1998, año en que PI adoptó la forma de sociedad anónima pública, los depósitos experimentaron un aumento regular y constante.

6.2. **Naturaleza del Acuerdo**

(51) Las autoridades italianas sostienen que el Acuerdo entre el Tesoro y PI regula un instrumento a largo plazo de forma transparente. El Acuerdo no es indefinido desde el punto de vista temporal, sino que tiene una vigencia de tres años y permite a las partes revocar el contrato si las condiciones de mercado ya no garantizan la coherencia con el mecanismo para calcular la remuneración del depósito. Estas cláusulas pretenden proteger a ambas partes frente al riesgo de que, en el transcurso de los tres años, puedan darse unas condiciones de mercado o producirse cambios particulares en las características de los depósitos que afecten al mecanismo de remuneración.

(52) Según las autoridades italianas, la elección del tipo de interés variable previsto en el Acuerdo cumple el requisito de un tipo acorde con el mercado. En especial, la rentabilidad variable es justa para ambas partes: garantiza al Tesoro que sus costes de financiación estarán en consonancia con el coste de su propia deuda a medio-largo plazo; y proporciona a PI una remuneración orientada al mercado y en consonancia con los depósitos que capta.

([29]) Desde el 1 de octubre de 1995, el índice Rendistato está constituido por el rendimiento bruto medio de los Bonos del Tesoro Plurianuales (BTP) sujetos a impuestos y válidos por lo menos un año más (*fuente*: Banca d'Italia).

La decisión de adaptar el mecanismo al mercado se adoptó en condiciones de mercado adversas, cuando los rendimientos obtenidos conforme al Acuerdo, el 3,9 % en 2005 y el 4,25 % en 2006, fueron menores que el tipo fijo del 4,35 % que había recibido PI en años anteriores.

(53) Italia señala que desde 2007 PI ha comenzado a gestionar activamente su propia liquidez, muy prudentemente, sobre la base de tipos de interés fijos que le garantizan un rendimiento definido en un plazo de tiempo predeterminado. Esta gestión activa de los fondos difiere de la gestión pasiva prevista en el Acuerdo porque permite a PI crear una cartera basada en rendimientos definidos y colocar activos en concordancia con los objetivos de la empresa, asumiendo al mismo tiempo riesgos adicionales dentro de los escenarios de riesgo valorados y aprobados. Puesto que PI tiene la posibilidad de aplicar medidas de gestión activa de los fondos, ha adoptado estrategias financieras diseñadas para mejorar los rendimientos, y ha obtenido rendimientos más altos que los ofrecidos en el Acuerdo.

6.3. **Cambios en la Obligación**

(54) Las autoridades italianas han informado a la Comisión de que ha llegado a término la Obligación que requería a PI que depositase en el Tesoro el dinero procedente de sus cuentas corrientes postales. La Ley de Finanzas de 2007 modifica el régimen de la Ley de Finanzas de 2006 y establece que los fondos captados por PI de clientes privados deben invertirse en títulos estatales de la zona del euro. Las nuevas medidas deben ejecutarse antes del 31 de diciembre de 2007. Italia considera que este cambio ha supuesto poner los fondos generados por PI al margen de las normas que regulan la ayuda estatal, porque la remuneración recibida no la paga el Estado.

(55) Este cambio en la legislación responde a la demanda del Tesoro de que se dé a PI más independencia financiera, que ha llegado a ser necesaria debido a sus resultados económicos y financieros y al tamaño que ha alcanzado. El cambio hacia una mayor independencia —iniciado en 1998, cuando PI pasó a ser una sociedad anónima pública— se hizo patente con el lanzamiento de la cuenta corriente postal para personas privadas de BancoPosta en 2001, y siguió produciéndose en 2005 y 2006, cuando se abandonó el tipo de interés fijo de los fondos depositados en el Tesoro y se sustituyó por el mecanismo orientado al mercado previsto en el Acuerdo, y de nuevo en 2007, cuando se revocó la Obligación, al menos respecto de los fondos de clientes privados.

(56) Italia señala que el aumento gradual de la independencia financiera de PI no significa que el uso de los fondos haya dejado de estar sujeto a restricciones. Además, cuando se cerró el Acuerdo, el Tesoro debía tener en cuenta las obligaciones legales de PI, y no podía anticipar posibles cambios legales, lo que quedaba fuera de su competencia.

6.4. **Estabilidad de los fondos captados**

(57) Para demostrar que los fondos captados son sustancialmente estables en el tiempo, Italia señala que la desviación estándar dividida por la media de los balances de los depósitos, que es una medida de la volatilidad del depósito en el Tesoro, disminuyó desde el 8 % en 2002 al 5 % en 2005; que el peso del componente estable de los depósitos captados —que Italia define para cualquier año como la cantidad mínima de depósitos de ese año— en los depósitos totales medios se incrementó durante el mismo período desde el 83,8 % hasta el 89,5 %; y que el peso del componente volátil —definido como la diferencia entre los depósitos medios y los depósitos mínimos en el año particular— en los depósitos totales medios cayó durante el mismo período del 16,2 % al 10,5 %.

(58) Italia ha enviado a la Comisión las conclusiones de dos tipos de modelos: los modelos estadísticos internos de PI, y un modelo elaborado por PI en colaboración con el consultor […], diseñado para identificar la tendencia prudencial de los fondos captados en las cuentas corrientes postales.

(59) Para definir los mecanismos para la gestión del riesgo de interés, las autoridades que supervisan las actividades bancarias recomiendan el uso de modelos que cuantifiquen las tendencias prudenciales de los fondos captados y el comportamiento de duración de los fondos captados en cuentas corrientes ([30]).

([30]) La tendencia prudencial de los fondos captados difiere de su tendencia esperada: la tendencia prudencial se basa en una predicción conservadora (con un nivel de confianza del 99 %) del nivel mínimo de los depósitos en años venideros, habida cuenta el modelo histórico de depósitos entrantes y salientes («valor en riesgo» o método «VeR»), o alternativamente en el supuesto de que los fondos existentes se retirarán completamente en un plazo de tiempo de 10 años («modelo lineal»). La tendencia esperada, por otra parte, es una estimación de cómo evolucionarán los fondos depositados basada en diversos escenarios macroeconómicos y políticas comerciales normales.

(60) Los modelos internos se basan en un análisis de la desviación diaria de las cantidades de fondos captados con respecto a las medias, sin referencias a los escenarios probabilísticos, y simplemente analizando las tendencias históricas en el volumen de las cuentas corrientes. Estos modelos muestran que la serie diaria del depósito en el Tesoro ha registrado una tendencia ascendente desde el lanzamiento de la cuenta corriente para personas privadas (que supone ahora el 75 % del total de los fondos captados en las cuentas corrientes postales). El nivel mínimo en un año (es decir, el componente estable en los depósitos) también exhibe una tendencia ascendente, y representa el 90 % del promedio de los depósitos totales (desde el 85 % en 2002 hasta el 92 % en 2006). Del mismo modo, los modelos internos confirman que existe un componente volátil en los depósitos, definido como la diferencia entre el nivel medio en el año en particular y el componente mínimo o estable en ese año, que en los últimos años sólo ha llegado al 10 % del saldo.

(61) El modelo […], que Italia considera muy prudente, revela que «el comportamiento de duración» (*durata comportamentale*) del número total de las cuentas corrientes postales es diferente de la duración de una sola cuenta corriente postal. Algunos clientes pueden decidir cerrar su cuenta de un día para otro, pero el efecto en los fondos globales captados por PI es marginal, porque el número de cuentas corrientes de los clientes es elevado, el depósito medio en estas cuentas es reducido y siempre llegan nuevos depósitos para sustituir los retirados. El tipo de modelo prudencial desarrollado por […] lo utilizan varios bancos italianos para la gestión activa de la liquidez, con el fin de determinar el comportamiento de duración de sus cuentas corrientes, y reflejar así ese comportamiento de duración en una cartera de inversiones correspondiente que tiene en cuenta sus requisitos en los términos de la gestión de activo y pasivo (*Asset Liability Management*, «ALM»).

(62) PI ha utilizado este modelo para identificar el comportamiento de duración de los fondos captados en cuentas corrientes postales [clientes particulares ([31])] en el período 2005-2006, cuando se obligó a PI a depositar los fondos captados en cuentas corrientes postales en el Tesoro («gestión pasiva de los fondos»), y desde el 1 de enero de 2007, cuando PI empezó a invertir los fondos captados de clientes particulares en títulos públicos de la zona del euro («gestión activa de los fondos»).

6.4.1. *Gestión pasiva de los fondos*

(63) Según Italia, en el contexto específico de la gestión pasiva de la liquidez de PI, el modelo […] define los criterios para identificar el comportamiento de duración de los fondos captados en las cuentas corrientes postales. El modelo intenta cuantificar la duración de los componentes estables y volátiles de los depósitos identificados por los modelos internos, sobre la base de un análisis de la volatilidad histórica de las cuentas corrientes postales y del comportamiento probable de los titulares de las cuentas. En una variante del modelo (es decir, «el valor en riesgo» o «el modelo VeR», utilizando una fecha límite de vencimiento de 10 años), este indica que aproximadamente dos tercios ([32]) de los fondos son de larga duración (lo que constituye el nivel mínimo por debajo del cual es muy poco probable que la cantidad de los depósitos disminuya en 10 años), y un tercio varía entre 0 y 10 años (lo que significa que estos depósitos pueden ser retirados en un plazo de 10 años). Con este perfil de depósito, la cartera de inversiones correspondiente tendrá una vida media ([33]) de 4,1 años y una duración Macauley ([34]) de 3,2 años. En una variante alternativa (es decir el modelo lineal de depreciación, utilizando una fecha límite de vencimiento de 10 años), la cartera de inversiones correspondiente tendrá una vida media de 4,9 años y una duración Macauley de 3,8 años ([35]).

6.4.2. *Gestión activa de los fondos*

(64) Según Italia, en el contexto específico de la gestión activa de la liquidez de PI, el modelo […] ayuda a PI a determinar la colocación óptima de los activos. Sobre la base de hipótesis muy prudentes, el modelo indica que es razonable que PI adopte una colocación de activos de una duración media de entre cuatro y cinco años.

(65) Desde 2007 en adelante, aunque el modelo identificaba una duración casi ilimitada para aproximadamente dos tercios de los depósitos y una duración de entre 0 y 10 años para el resto, PI decidió operar con una duración media de […] años debido a las condiciones del mercado

([31]) En 2006, los depósitos en cuentas corrientes postales de personas privadas (es decir, no de la Administración pública) ascendieron a […] EUR, de los cuales […] EUR eran de clientes particulares y […] EUR de empresas.

([32]) En su carta de 27 de noviembre de 2007, las autoridades italianas explican que, según el modelo […], dos tercios de los fondos captados en cuentas corrientes postales tienen una duración casi ilimitada y un tercio tiene una duración que varía entre 0 y 10 años. En la misma carta señalan también que el modelo ha identificado una duración casi ilimitada para el 70 % de los fondos captados y una duración de entre 0 y 10 años para el resto. Aún haciendo referencia al modelo […], la nota sobre el estudio […] que presentó Italia a la Comisión en su carta de 29 de febrero de 2008 indica que los fondos captados por PI que tienen una duración casi ilimitada suponen el […] del total.

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

([34]) O media ponderada de capital e interés.

([35]) En las cartas enviadas por las autoridades italianas, se emplean a menudo alternativamente los términos «duración media» (*durata media*) y «duración» (*durata*), aunque pueden hacer referencia a diversos conceptos. Esto no tiene ninguna repercusión en la evaluación que se hace en esta Decisión.

en ese momento ([36]). El diferencial entre los títulos a cinco años y los títulos a 30 años es solamente de 20 puntos básicos («pb»), y por esta razón PI prefiere invertir en una cartera con una duración media menor que la generada por el modelo […]: de otro modo, el mayor riesgo de los bonos a 30 años no sería remunerado. En su carta de 28 de febrero de 2008, […] añade que los resultados del modelo permitirán a PI desarrollar estrategias de inversión con una duración media mayor que la adoptada hasta ahora (un máximo de 10 años de duración).

6.5. **Costes de la gestión de las cuentas corrientes postales**

(66) En cuanto a la descripción de los costes anuales de captación y depósito de los fondos procedentes de las cuentas corrientes de los clientes de PI según su contabilidad analítica, Italia declara que el sistema contable permite determinar el coste total de las actividades empresariales financieras de PI, pero no los costes de cada producto; Italia observa que los márgenes porcentuales ganados por PI/-BancoPosta son menores que los márgenes que se consiguen en el sector bancario.

6.6. **Conformidad con los criterios del mercado de la remuneración concedida por el Tesoro a PI**

(67) El tipo de préstamo, que es esencialmente un tipo a largo plazo, está en consonancia con el mercado porque los fondos captados son, por naturaleza, a largo plazo. Ello obedece fundamentalmente a las siguientes razones:

— La Obligación es a tiempo indefinido; Italia señala que PI no tiene otra posibilidad (posiblemente más ventajosa) para el uso del dinero captado en las cuentas corrientes de sus clientes que la cuenta abierta en el Tesoro.

— Italia considera que el aumento en el tiempo de los fondos captados en las cuentas corrientes postales confirma la estabilidad de recursos para el Tesoro ([37]) (el promedio de los fondos depositados en el Tesoro aumentó un 40 % durante el período 2002-2005; la parte de estos fondos que tiene una naturaleza estacional ronda el 10 %).

— Italia considera que la Obligación penaliza a PI en la colocación de los activos, porque impide a PI gestionar los fondos de una manera activa y potencialmente más ventajosa. Si la Obligación no existiera, PI podría haber colocado sus activos en consonancia con las características y el papel prudenciales de la empresa, invirtiendo el 10 % de su liquidez en bonos a corto plazo y el 90 % en bonos a largo plazo. La Obligación proporciona al Tesoro una fuente de financiación con características similares a las de una inversión a largo plazo.

— Además de las cartas de […] y […], que llegaron a la Comisión en abril de 2006, antes de la decisión de incoar el procedimiento, tres bancos privados han confirmado que el mecanismo de remuneración no otorga ninguna ventaja a PI (véase el considerando 73).

(68) Por lo que se refiere a si la remuneración de PI se atenía a los criterios del mercado, Italia resaltó cuatro puntos importantes: la conformidad del tipo del préstamo con los tipos de mercado (véase más arriba); una comparación con la situación de La Banque Postale en Francia; la opinión de los auditores de PI; y la referencia a los tipos del mercado.

6.6.1. *Comparación con La Banque Postale*

(69) Según Italia, la comparación con la situación de La Banque Postale en Francia indica que La Banque Postale sigue una estrategia de gestión del activo y pasivo (ALM) que utiliza un tipo de modelo estadístico semejante al que usa PI. El modelo identifica los componentes estable y volátil en los fondos captados en las cuentas corrientes postales. El componente estable se invierte en títulos públicos de la OCDE, con una ponderación cero, y el componente volátil en instrumentos a corto plazo.

([36]) Carta de las autoridades italianas de 27 de noviembre de 2007, ref. A/39763.

([37]) Antes del 11 de diciembre de 2003 y de la conversión del CDP en la sociedad anónima privada CDP SA, se pagó al CDP una parte del dinero captado en las cuentas corrientes postales. Fundamentalmente por razones contables, según las autoridades italianas, una parte de los fondos captados fue a parar a una cuenta abierta en el Tesoro (conocida como la «cuenta libre» (*conto libero*), y la parte restante a otras tres cuentas consignadas por el CDP para préstamos a gobiernos locales. Estas tres cuentas se utilizaron para el servicio del empréstito; la parte de los fondos captados que no se utilizó para la concesión de los préstamos pero siguió estando a disposición del CDP, también fue a parar a la cuenta abierta en el Tesoro. Desde el 11 de diciembre de 2003 todo el dinero de las cuentas consignadas se ha transferido al Tesoro, y ya se ha añadido a la cuenta corriente existente.

(70) Sobre la base de esta estrategia ALM, La Banque Postale logró un rendimiento del 4,4 % en 2005, frente a un rendimiento conforme al Acuerdo del 3,9 %. Para Italia, La Banque Postale constituye un ejemplo práctico de que con una gestión prudente y aplicando una duración media de cinco años se pueden lograr rendimientos más altos que los obtenidos con el mecanismo de PI.

(71) Un estudio realizado por […] titulado «Poste Italiane SpA. Análisis de la cartera de inversiones —estudio realizado por […]— febrero de 2008» (en lo sucesivo, «el estudio […]» o «el estudio») expone argumentos similares que permiten la comparación entre las dos empresas. Señala que en 2001 La Banque Postale adoptó una estrategia de gestión activa del fondo similar a la de PI, invirtiendo el componente estable del 90 % de sus depósitos en títulos públicos de la OCDE con un horizonte temporal de 10 años, y produjo rendimientos que excedían los del mecanismo del Tesoro. Utilizando la misma lógica de inversión prudencial que PI, La Banque Postale obtuvo un rendimiento medio de aproximadamente el 4,45 % en el período 2004-2005.

6.6.2. *La opinión de los auditores*

(72) Los auditores de PI están de acuerdo en que sobre la base de sus tasas de crecimiento y volatilidad, los fondos captados en cuentas corrientes postales son de naturaleza estable.

6.6.3. *Cartas de garantía de bancos y consultores privados*

(73) Italia ha proporcionado a la Comisión cartas enviadas por bancos y consultores privados que declaran que los rendimientos obtenidos por PI de los fondos captados en cuentas corrientes postales y depositados en el Tesoro son similares a los rendimientos en el mercado que PI podría haber obtenido si hubiera adoptado una estrategia apropiada de inversión y de gestión del riesgo.

— Carta de […], de 4 de octubre de 2006: […] declara que en ausencia de restricción de uso, PI podría aplicar una estrategia ALM dirigida a minimizar el riesgo de mercado y liquidez. La estrategia de colocación de activos de PI debería tener en cuenta los perfiles proyectados de la duración de los depósitos sobre la base de series históricas y supuestos razonables con el fin de establecer la estrategia más apropiada de inversión en términos de vencimiento y perfil del crédito. Como ejemplo, […] compara el rendimiento logrado aplicando los indicadores de referencia de la cesta con el rendimiento de las reservas de la clase I de Poste Vita SA (controlada por PI), gestionada por […].

— Carta de […], de 2 de octubre de 2006: según los datos proporcionados por PI ([38]), […] considera que es perfectamente razonable que PI vincule el 10 % de los fondos a parámetros a corto plazo y el 90 % a parámetros a largo plazo. Si PI no estuviese obligado por ley a depositar los fondos en el Tesoro, el tipo de interés a corto plazo que tendría que pagar en el mercado para recibir la remuneración proporcionada por el Tesoro (en un intercambio a vencimiento constante) sería el tipo Euribor a seis meses más un diferencial del 0,43 % ([39]); […] es de la opinión de que esto es un rendimiento perfectamente coherente con lo que podría lograr la gestión de valores a tipo fijo públicos o corporativos de alto rango. […] concluye, por lo tanto, que el rendimiento obtenido por PI acatando la Ley de Finanzas y en cumplimiento del Acuerdo se obtendría en los mercados financieros con un perfil de riesgo semejante.

— Carta de […], de 4 de octubre de 2006: […] cree que diversificando sus inversiones, sin dejar de conservar una cartera de valores soberanos y posiblemente valores corporativos con calificación AA, o superior (no más del 20 %), PI podría lograr rendimientos anualizados en consonancia con la remuneración obtenida en 2005 y 2006 sobre la base de los tipos de la cesta.

— Carta de […], de 20 de enero de 2006: el parecer del banco es que en 2005, de los fondos procedentes de las cuentas corrientes postales, PI podría haber obtenido un rendimiento del 4 %, que coincide con el resultado logrado por la clase I, controlada por Poste Vita, de los fondos de 6 000 millones EUR. Este 4 % es comparable al 3,9 % pagado a PI conforme al Acuerdo.

([38]) Conforme a los cuales al menos el 90 % del depósito en el Tesoro se puede considerar estable, mientras el resto, aunque normalmente se retira, debe considerarse, sobre la base de suposiciones prudentes, volátil.

([39]) Las autoridades italianas indican que el diferencial que debe aplicarse al tipo del Euribor a seis meses es alrededor del 1 % a finales de 2005, el 0,4 % a finales de 2006 y el 0,3 % a finales de octubre de 2007.

— Carta de […], de 13 de enero de 2006: […] es de la opinión de que los fondos captados en las cuentas corrientes postales pueden considerarse permanentes, porque la Obligación es a tiempo indefinido y porque la tendencia ascendente del promedio de los depósitos confirma la estabilidad de estos recursos para el Tesoro. […] también considera que si se reemplazara esta forma técnica particular de captación, el Tesoro emitiría valores de deuda a largo plazo; dado el coste de esa sustitución, parece razonable que el tipo de remuneración de los fondos captados en las cuentas corrientes de PI deba calcularse sobre la base del rendimiento de los bonos del Estado a largo plazo. […] compara los rendimientos conforme al Acuerdo con los rendimientos de las actividades empresariales financieras de Poste Vita SA. En el período 2002-2005 el rendimiento de las actividades de Poste Vita no fue perceptiblemente diferente del rendimiento del indicador de referencia.

6.6.4. *Comparación con los rendimientos obtenidos de los productos de Poste Vita*

(74) Las autoridades italianas consideran que la remuneración obtenida por PI de los fondos depositados en el Tesoro coincide con la remuneración obtenida de los fondos invertidos por Poste Vita. En particular, afirman que las pólizas de seguros de vida de clase I son productos que pueden considerarse comparables a las cuentas corrientes postales y que el rendimiento medio de la gestión de esos productos (por ejemplo, Posta Più) fue del 4,68 % en el período 2002-2006, que está en la línea de tipo medio conforme al acuerdo del 4,55 %.

(75) Las autoridades italianas sostienen que las cuentas corrientes postales y las pólizas de seguros de vida son productos comparables en lo que a gestión financiera se refiere, porque las cuentas postales, aunque formalmente son productos a corto plazo, son en realidad similares a los instrumentos financieros a medio plazo con capital garantizado y un rendimiento mínimo. Las pólizas de seguros de vida son sustancialmente productos de capitalización, que también tienen un capital y un tipo de interés mínimo garantizado, un vencimiento a medio-largo plazo (generalmente 10 años), y la posibilidad de rescate en cualquier momento sin penalización.

(76) El cuadro 2 indica la comparación entre la remuneración pagada a PI en el período 2002-2006 y la remuneración obtenida por Posta Più en el mismo período.

Cuadro 2

Año	Rendimiento (bruto) Posta Più	Acuerdo	Diferencia	Duración financiera media
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
Promedio	4,68 %	4,55 %	0,13 %	3,148

6.6.5. *Comparación con el coste de la deuda del Tesoro*

(77) Las autoridades italianas afirman que indexar el rendimiento del depósito en el Tesoro con parámetros ligados a la deuda pública italiana es el único mecanismo que no penalizaría al Tesoro y que es coherente con el carácter del Tesoro como emisor, teniendo en cuenta la Obligación de depositar los fondos en el Tesoro.

(78) Por otra parte, el Acuerdo otorga a PI una remuneración vinculada a tipos a largo plazo, que coincide con la naturaleza de los fondos captados. El Acuerdo también protege al Tesoro frente a condiciones de mercado adversas, que podría hacer que el coste de esta forma de deuda divergiera de su tradicional coste de financiación.

(79) Las autoridades italianas comparan el tipo que contempla el Acuerdo con el coste de financiación calculándolo conforme a la siguiente base:

— se captan fondos mediante la emisión de bonos del Tesoro plurianuales (BTP) a 5, 10, 15 y 30 años,

— el período considerado es 2001-2006,

— la media ponderada de las emisiones se calcula teniendo en cuenta el peso y el coste de todas las emisiones pendientes en ese período.

Cuadro 3

Año	BTP a 5 años	BTP a 10 años	BTP a 15 años	BTP a 30 años	Acuerdo	Promedio
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) Sobre la base de los resultados, Italia concluye que, en los cinco años considerados, el coste de la deuda del Tesoro a medio y largo plazo concuerda con los rendimientos obtenidos conforme al Acuerdo.

(81) Por otra parte, i) el tipo de remuneración se indexa con parámetros vinculados a la deuda pública de Italia (valores del Estado), que son la referencia más apropiada para las deudas del Tesoro, ii) la estabilidad financiera, verificada con modelos estadísticos, y la Obligación impuesta a PI, hacen que la inversión sea de duración casi permanente (sin considerar las precauciones específicas, tales como la posibilidad de retirada anticipada o en el plazo de tres años de la relación, que protegen al Tesoro frente a cambios imprevistos en el mercado), y iii) el riesgo de liquidez asumido por el Tesoro es limitado, dada la estabilidad demostrada de los fondos postales, y se refleja en la vinculación del 10 % de esa financiación a un parámetro a corto plazo.

(82) En lo que respecta al componente a largo plazo del tipo de empréstito (el 90 %, del que el 10 % está ligado al rendimiento de valores del Estado a 10 años y el 80 % al rendimiento de valores del Estado a 30 años), Italia considera que la Obligación impuesta a PI —que es una «inversión paramétrica» (*investimento di tipo parametrico*) remunerada a un tipo de empréstito definido en referencia a una media ponderada del rendimiento de los valores del Estado—, difiere de la Obligación que introduce la Ley de Finanzas de 2007 de invertir directamente en valores del Estado libremente seleccionados y libremente gestionados, que son «inversiones directas» (*investimenti diretti*). En particular, la «inversión paramétrica» que contempla el Acuerdo obtiene un rendimiento que es variable y no gestionable y por lo tanto está expuesto pasivamente a la fluctuación del mercado. La «inversión paramétrica» que contempla el Acuerdo es más rígida que las inversiones directas en caso de movimientos de mercado y tiene una duración máxima de 12 meses (puesto que el Acuerdo puede ser revocado por cualquier parte con seis meses de antelación), y su remuneración incorpora una prima de compensación *ad hoc* para compensar las obligaciones a que está sujeta la inversión. La prima, que Italia valora en 0,25-0,50 puntos porcentuales, está en la línea de la diferencia media de rendimiento entre los bonos del Tesoro plurianuales a 30 años y los bonos del Tesoro a 10 años en sus mínimos históricos (0,20-0,40 puntos porcentuales).

(83) La prima puede considerarse una remuneración *ex post* que compensa a PI por la Obligación y la imposibilidad de gestionar sus fondos activamente, y es un pago razonable por parte del Tesoro, que actúa como un prestatario privado, tomando en consideración las cláusulas del Acuerdo que protegen al Tesoro frente a condiciones adversas del mercado (la posibilidad de finalización anticipada, la duración de tres años del Acuerdo y la actualización quincenal de los parámetros).

6.7. **Comparación con las estrategias alternativas de inversión (gestión activa de los fondos)**

(84) Las autoridades italianas han enviado a la Comisión el estudio […] para demostrar que la remuneración que contempla el Acuerdo no confiere ventaja alguna a PI.

(85) El estudio […] examina los siguientes aspectos.

i) Las razones por las que la remuneración pagada por el Tesoro a PI por el depósito es justa:

— La investigación realizada por […] sobre la masa depositada de PI, que el estudio […] da por adquirida, llega a la conclusión de que, tras la deducción de un componente que teóricamente es más volátil, la duración esperada de los depósitos es extremadamente larga y virtualmente ilimitada. El sistema bancario suele adoptar enfoques similares.

— Las características, en términos de duración, de la masa depositada son transferidas al Tesoro por ley.

— La indexación de los pagos por parte del Tesoro refleja ese enfoque, con el 10 % basado en bonos del Tesoro ordinarios a 12 meses (el componente más volátil), el 10 % en bonos del Tesoro plurianuales a 10 años (el componente que, de acuerdo con las suposiciones más conservadoras, podría disminuir gradualmente), y en 80 % en bonos del Tesoro plurianuales a 30 años.

— La relación se basa en una Obligación a largo plazo para PI y el Tesoro.

— Las obligaciones impuestas a PI como depositario incorporan costes y cargas implícitos:

— El depósito en el Tesoro no se puede considerar un activo libre de riesgo a corto plazo, teniendo en cuenta la obligación permanente de PI de mantener su dinero en el Tesoro. El rendimiento del depósito refleja esa obligación a largo plazo al pagar por el riesgo implícito a largo plazo de la República Italiana, estimado en un rendimiento adicional del 0,30 % (el mismo que el diferencial de mercado pagado por los bonos del Estado a largo plazo respecto de los tipos del mercado monetario).

— PI no puede implicarse en estrategias de gestión activa de fondos (el análisis cuantitativo realizado por […] intenta establecer las cargas que esto impone).

ii) Una comparación del margen de interés de PI con el margen de interés de otros bancos del sector privado comparables:

— El coste de la captación de depósitos de clientes particulares para PI es similar al coste de los depósitos de los clientes particulares para los bancos del sector privado, como ha reconocido la Comisión.

— De hecho, el margen de interés que obtienen los bancos del sector privado por el componente derivado de los depósitos de sus propias redes es perceptiblemente más alto que el de PI (el 4,7 % en 2006, en comparación con el 3,75 % para PI, y el 4,6 % en 2005, en comparación con el 3 %). Según […] estas cifras constituyen una prueba de que PI no recibe ninguna ayuda del Estado.

iii) Una comparación entre los cambios en los vencimientos de PI y los de sus iguales en el sector privado:

Según el modelo […], la masa depositada de PI tiene un comportamiento de duración «virtualmente infinita», que estima prudentemente en al menos un 60,8 % del total (por el método VeR con una fecha límite de vencimiento de 10 años). Conforme al Acuerdo, PI utiliza el producto de su masa depositada para financiar un instrumento a largo plazo, el depósito en el Tesoro. Para evaluar el comportamiento de los bancos del sector privado, se realizó un análisis de

las cuentas de los bancos especializados en la financiación del sector público, como Dexia y Depfa, y se llegó a la conclusión de que se comportaban del mismo modo. Estos bancos captan alrededor del 50 % de sus necesidades a medio-largo plazo, financiando el resto a corto plazo mediante transacciones de recompra con el Banco Central Europeo y con depósitos de intermediarios financieros, e invierten sus fondos en préstamos a autoridades públicas, generalmente con vencimientos entre 10 y 50 años.

iv) Un análisis cuantitativo para demostrar el beneficio de la gestión activa de la cartera:

— PI invirtió en una cartera de títulos del Estado en la zona del euro desde marzo de 2007 hasta diciembre de 2007, recibiendo del Tesoro la porción residual del depósito.

— Las decisiones de inversión que ha tomado PI se han basado en las obligaciones que impone la ley y los objetivos de rendimiento, y también en las condiciones y oportunidades que ofrecía el mercado. A principios de 2008 la cartera incorporó importantes ganancias de capital. El depósito en el Tesoro produjo solo rendimientos de mercado normales, sin posibilidad de ganancias o pérdidas de capital, ligados a la variabilidad de los tipos.

— Para llevar a cabo una comparación que pudiera confirmar que la rentabilidad de la gestión activa del fondo es mayor que el rendimiento conforme al Acuerdo, teniendo en cuenta la volatilidad de las ganancias o pérdidas de capital, los datos considerados deben referirse a un período más largo. Dejando a un lado el mayor rendimiento global obtenido actualmente por la cartera de PI, el análisis cuantitativo intenta probar que una gestión hábil del fondo puede producir con regularidad rendimientos mayores en el largo plazo.

— El análisis se basa en dos elementos, uno que atañe a la actuación en el pasado (los dos primeros puntos) y otro que atañe al futuro (tercer punto):

— […] retrospectivamente adopta dos estrategias para la gestión de los fondos en la cartera de depósitos de PI, una que implica una duración similar a la de la cartera del estudio […] realizado con el método VeR («la cartera de referencia») y otra que utiliza los criterios y obligaciones de inversión que adopta actualmente PI («la estrategia táctica») ([40]), basada en modelos cuantitativos automáticos ([41]). El rendimiento obtenido en los últimos 10 años con la estrategia táctica en comparación con el rendimiento bajo el Acuerdo en el mismo período ha sido mayor aproximadamente en un 1,62 % anual (aunque no se tienen en cuenta los costes de transacción). Pero el rendimiento obtenido en el período de dos años 2005-2006, de un 2,45 %, es menor que el rendimiento bajo el Acuerdo, que fue el 4,14 %.

— Se hace referencia al caso de La Banque Postale (véase el considerando 69).

— Por último, […] ha identificado ciertas soluciones de gestión del fondo que PI podría aplicar en un futuro próximo, con el fin de obtener mayores rendimientos que los que da la inversión pasiva en bonos del Estado, pero sin añadir riesgos significativos. El estudio proporciona una descripción detallada de estas estrategias. Brevemente, son:

— […]

— […]

— […]

— […]

Para poder comparar el rendimiento de una cartera completamente indexada (el depósito en Tesoro) y el de una cartera en la que los fondos se gestionan activamente (primer punto indicado arriba), Italia señala que hay que considerar un lapso de tiempo —10 años— que incluya al menos un ciclo económico completo. Esta es la razón por la que el estudio […] compara el rendimiento obtenido bajo el Acuerdo con los rendimientos derivados de estrategias alternativas en un período de 10 años y no en otro más corto. Se pueden considerar períodos más cortos de análisis solo en ciertas fases del ciclo económico. Cuando los tipos de interés suben, las carteras de tipo fijo tienden a rendir menos que las carteras de tipo variable; cuando

([40]) El considerando 208, inciso ii), describe con más detalle ambas estrategias.

([41]) El modelo es automático en el sentido de que las inversiones se implementan automáticamente a la luz de los parámetros de mercado y los desarrollos esperados.

los tipos de interés bajan la situación es la contraria. Entre 2005 y mediados de 2007 los tipos de interés subieron y las estrategias de inversión alternativas basadas en tipos de interés fijos, como el que usa […], produjeron pérdidas de capital y generaron un rendimiento más bajo que el previsto en el Acuerdo.

En un período de 10 años, según Italia, las carteras de inversiones basadas en tipos variables se pueden comparar con las carteras de inversiones basadas en tipos fijos, porque las ganancias y pérdidas de capital tienden a compensarse. En un período de 10 años, los rendimientos de las carteras con tipos fijos son semejantes a los de las carteras con tipos variables. La gestión activa del fondo produce claramente más rendimientos que la pasiva («paramétrica») que contempla el Acuerdo (por ejemplo, el rendimiento del patrón de referencia propuesto por […] que tiene una duración media de 5 años, está en la línea del rendimiento bajo el Acuerdo, que tiene una duración media mucho mayor).

Además, las autoridades italianas afirman que la Comisión debe distinguir entre el riesgo a corto plazo y el riesgo a más largo plazo. El valor de los títulos a tipo de cambio fijo con un vencimiento de 10 años puede variar mucho a corto plazo, pero en todo el período de 10 años los bonos de tipo fijo producen una tasa de rendimiento que es muy fiable, porque es fija. En general, en un período de 10 años los rendimientos de las carteras a tipo fijo tienden a estar en la línea de los rendimientos de las carteras a tipo variable, aunque las carteras a tipo variable son más arriesgadas (porque están sujetas a las variaciones anuales de los tipos de interés).

Una verdadera gestión alternativa de la inversión que mantenga un cierto grado de flexibilidad y utilice todos los instrumentos financieros disponibles en el mercado aumenta la posibilidad de obtener resultados superiores a los de una cartera estática como la que contempla el Acuerdo.

[…]

Italia señala que cuando se cerró el Acuerdo con el Tesoro, la tendencia futura de los tipos de interés y la duración del Acuerdo no se conocían. La opción de los parámetros variables era económicamente racional, según Italia, porque era justo y razonable para ambas partes, tanto para PI como para el Tesoro.

Por lo que se refiere al equilibrio entre el riesgo y los rendimientos, Italia considera que el depósito de las cuentas corrientes postales en el Tesoro tiene inevitablemente un coeficiente riesgo-rendimientos peor que los títulos del Estado a tipo fijo y de duración de 1 a 10 años. Según Italia, los valores con tipos variables tienen siempre una volatilidad en términos de precio que es menor que los valores de tipo fijo, que es directamente proporcional a la duración del valor. Sin embargo, el concepto de volatilidad de los precios no debe confundirse con el de la volatilidad de los rendimientos: desde el punto de vista exclusivamente de los rendimientos, el Acuerdo puede ser más arriesgado que una cartera de tipo fijo en términos de su impacto en el margen de interés de PI (si los tipos de interés caen, las carteras de tipo variable son más arriesgadas que las carteras de tipo de cambio fijo, porque no están protegidas frente a los riesgos de las revisiones de los tipos de interés, y por lo tanto reducen el margen de PI). Así, un instrumento de tipo variable tiene una volatilidad de precios baja y una volatilidad de rendimientos alta. Además, las técnicas utilizadas por PI para controlar los riesgos de la gestión de las cuentas corrientes postales, técnicas basadas en los principios de Basilea II, evalúan el impacto de las variaciones del tipo de interés en los flujos de tesorería esperados. Este análisis, realizado durante un período de doce años, muestra que el riesgo más alto proviene de los bonos que expiran en un plazo de 12 meses (porque comportan el riesgo de refinanciación) y de algunos bonos de interés variable, y no de los bonos de tipo fijo y a largo plazo. Una gestión activa permitiría a PI llevar a cabo una política de aumento de rendimientos acorde a las condiciones actuales del mercado y modificar su cartera en función de sus estrategias de maximización de rendimientos.

Según las autoridades italianas, el Acuerdo se basó en tipos variables debido a la necesidad de proteger los intereses de ambas partes: PI quería una remuneración justa conforme al mercado, y el Tesoro quería que el coste de financiación estuviese en la línea del coste de su deuda a largo-medio plazo.

Italia afirma que si PI hubiera querido crear una cartera de duración indefinida, esta hubiera constado de un 60 % formado por títulos públicos europeos a 30 años y bonos BTP a 50 años y un 40 % de bonos del Tesoro plurianuales con duración de entre 0 y 10 años. Esta cartera, muy poco realista e improbable, hubiera producido un rendimiento del 3,6 % en 2005, el 3,65 % en 2006 y el 3,7 % en 2007. Su volatilidad de rendimientos hubiera sido muy baja, pero debido a su muy larga duración, el riesgo de exposición hubiera sido considerable.

(86) El estudio […] también indica que la Obligación genera costes y riesgos de oportunidad para PI al limitar el espectro de sus opciones de inversión. El depósito en el Tesoro está ligado exclusivamente al riesgo de crédito de la República Italiana, impidiendo a PI buscar oportunidades de inversión diversificadas en el mercado de bonos del Estado europeos. El riesgo de crédito se complicó con el riesgo de liquidez, debido a la naturaleza a largo plazo del depósito y a la ausencia de derechos de rescate temprano. Se calcula que, actualmente, los costes de oportunidad asociados a la imposibilidad de invertir en una cartera de activos diversificada sobre la base del riesgo del crédito, oscilan entre el 1 % y el 1,50 % anual, si se considera la calificación AA para entidades financieras europeas en el mercado de los bonos; y del orden del 0,60 % y el 1 % anual si se considera la calificación AA para entidades industriales europeas en el mercado de los bonos. La limitación sobre la gestión activa de una cartera es difícil de evaluar: el ejemplo de *La Poste*, y la gestión activa del tipo comercial, que invierte en valores públicos europeos, revela que se pueden obtener rendimientos mayores que el rendimiento del depósito en el Tesoro.

(87) Las autoridades italianas justifican la comparación entre el mecanismo del Acuerdo (basado en tipos de interés variable) y los modelos cuantitativos automáticos utilizados por […] diseñados para demostrar el beneficio de la gestión activa (basada en tipos de interés fijo) afirmando que la práctica habitual de los operadores del mercado que negocian en bonos, y de PI desde 2007, aconseja la inversión en valores con interés fijo. Y añaden que lo que procede es la comparación entre la gestión activa y la gestión pasiva de los fondos, no entre valores con tipos variables y valores con tipos fijos.

(88) Finalmente, Italia considera que el mecanismo de remuneración contemplado en el Acuerdo, que aplica tipos de interés a corto plazo al componente volátil de los fondos captados en las cuentas corrientes postales, estima adecuadamente el riesgo real de liquidez que asume el Tesoro.

Críticas a los comentarios de ABI

(89) Según Italia, el tipo en las cuentas corrientes postales no se puede indexar con parámetros a corto plazo (como el rendimiento de los bonos del Tesoro ordinarios a 12 meses) debido a la estabilidad de los fondos recogidos.

(90) Elegir 2005 como año de referencia, como ha hecho ABI, conduce al error, porque 2005 fue el año en que los tipos de interés a corto plazo estaban en su punto más bajo: el rendimiento de los bonos ordinarios del Tesoro a 12 meses fue del 2,21 %, un 1,69 % por debajo del índice determinado por el Acuerdo. La parcialidad del análisis de ABI se confirma, según Italia, por el hecho de que en febrero de 2007 el rendimiento de un bono ordinario del Tesoro a 12 meses rondó el 3,9 %, y la diferencia entre ese porcentaje y la media de la cesta del Acuerdo, que rondaba el 4,5 % en aquel momento, fue de – 0,60 %, casi un tercio de la diferencia indicada por ABI.

(91) Por lo que se refiere a la comparación que hace ABI con la remuneración obtenida por CDP de sus fondos depositados en el Estado (una remuneración equivalente a un tipo fijo a seis meses igual a la media aritmética simple del rendimiento en bonos del Tesoro ordinarios a seis meses y el índice mensual Rendistato), Italia afirma que CDP no se puede comparar con PI, porque son diferentes en términos de estructura, actividades empresariales, objetivos, operaciones, políticas de organización e inversión. En segundo lugar, puesto que el índice mensual Rendistato representa un tipo a medio-largo plazo, ABI se contradice cuando sostiene que los fondos de PI depositados en el Tesoro deben remunerarse de acuerdo con parámetros a corto plazo.

(92) Italia también señala que los fondos captados en las cuentas corrientes postales son únicos en el mercado y que es difícil identificar algún sustituto concreto. Pero la estabilidad de los fondos captados permite la equiparación, en la práctica, a un instrumento de captación de fondos a más largo plazo, lo que hace irrelevante la comparación con los bonos a 12 meses.

7. **EVALUACIÓN DE LAS MEDIDAS**

(93) La medida que debe evaluarse es el régimen que establece la Ley de Finanzas de 2005 y el Acuerdo para definir el coeficiente de préstamo que paga el Tesoro por los depósitos que hace PI.

(94) Para determinar si una medida constituye ayuda estatal en los términos del artículo 87, apartado 1, la Comisión tiene que evaluar si la medida o el régimen:

— es otorgada por el Estado o mediante recursos del Estado,

— confiere ventaja económica,

— puede falsear la competencia al favorecer a algunas empresas o la producción de ciertas mercancías,

— afecta a los intercambios comerciales entre los Estados miembros.

7.1. **El uso de recursos del Estado**

(95) Para constituir una ayuda estatal, las ventajas deben poder atribuirse al Estado y ser concedidas directa o indirectamente a través de recursos del Estado.

(96) La remuneración la paga el Ministerio de Economía y Finanzas/del Tesoro, conforme a actos, órdenes y acuerdos específicos aplicables a PI.

(97) Se cumplen así las dos condiciones acumulativas antes mencionadas. El interés pagado a PI se paga con recursos del Estado.

7.2. **Selectividad**

(98) El artículo 87, apartado 1, prohíbe las ayudas que favorezcan a «determinadas empresas o producciones», es decir, las ayudas selectivas.

(99) No todas las empresas pueden mantener una cuenta corriente remunerada en el Tesoro, aunque en teoría, considerando la naturaleza y la economía del sistema, podrían beneficiarse de tal arreglo. En todo caso, Italia no ha demostrado que el harto limitado número de operadores que se benefician de tales cuentas esté justificado por la naturaleza y economía del sistema.

(100) Por otra parte, la Ley de Finanzas de 2006 y el Acuerdo se aplican solamente a PI.

(101) Por consiguiente, los tipos pagados a PI son selectivos.

7.3. **El efecto en el comercio entre los Estados miembros y el falseamiento de la competencia**

(102) El artículo 87, apartado 1, prohíbe la ayuda que repercute en el comercio entre los Estados miembros y falsea o amenaza con falsear la competencia.

(103) En su evaluación de esas dos condiciones, se requiere a la Comisión no que determine si la ayuda tiene un efecto real en el comercio entre los Estados miembros y si la competencia está siendo verdaderamente falseada, sino que examine solamente si la ayuda puede afectar a ese comercio y falsear la competencia ([42]). Cuando una ayuda económica otorgada por un Estado miembro refuerza la posición de ciertas empresas frente a otras que compiten con ellas en el comercio intracomunitario, procede considerar que la ayuda influye en dichos intercambios.

(104) No es necesario que PI participe directamente en el comercio intracomunitario. La ayuda concedida por un Estado miembro a una empresa puede ayudar a mantener o incrementar la actividad nacional, con lo que las empresas establecidas en otros Estados miembros tienen menos oportunidades de entrar en el mercado del Estado miembro implicado. Además, el fortalecimiento de una empresa que hasta entonces no había participado en el comercio intracomunitario puede colocar a esa empresa en una posición que le permita entrar en el mercado de otro Estado miembro.

(105) Como se ha descrito minuciosamente en la sección 2 de la presente Decisión («Las actividades empresariales de PI y BancoPosta — Los mercados de referencia»), existía una cierta competencia en el sector postal de Italia incluso antes de la liberalización gradual promovida por la legislación comunitaria.

(106) Se reconoce que el principal desafío al que se enfrentan los operadores postales públicos de la UE ha sido el aumento de la presión competitiva en todos los segmentos del mercado: correspondencia, paquetes y servicios extraordinarios. Mientras los mercados de los paquetes y los servicios extraordinarios han estado abiertos a la competencia durante décadas, en el segmento de la correspondencia los monopolios legales han impedido enérgicamente el desarrollo de la competencia. En la percepción de las autoridades reguladoras nacionales y los operadores postales públicos, la competencia en los segmentos de los paquetes y los servicios extraordinarios ha sido considerable tanto a escala nacional como internacional, mientras en el segmento de la correspondencia es aún incipiente ([43]).

([42]) Véase, por ejemplo, la Sentencia del Tribunal de Justicia en el asunto C-372/97 Italia/Comisión, Rec. 2004: Rec., p. I-3679, apartado 44.

([43]) Estudio realizado por WIK Consult, *The Evolution of the Regulatory Model for European Postal Services*, julio de 2005.

(107) En particular, en Italia han proliferado empresas privadas que realizan servicios de correo urgente y paquetería orientados a clientes empresariales y servicios logísticos, y algunas de estas empresas, como TNT y DHL, tienen su base en otros Estados miembros. Un informe publicado en 2004 por la Comisión ([44]) resalta el hecho de que varios operadores postales (*Royal Mail*, del Reino Unido, *TPG*, de los Países Bajos, *Deutsche Post*, de Alemania y *La Poste*, de Francia) han adquirido empresas de servicios postales radicadas en Italia.

(108) Por lo que se refiere a los servicios financieros, la Comisión subraya que el sector bancario ha estado abierto a la competencia durante muchos años. La liberalización progresiva ha aumentado la competencia que se inició con la libre circulación de capital prevista en el Tratado CE.

(109) Por otra parte, como se ha explicado ya en un caso previo de ayuda estatal en relación con PI, antes Ente Poste Italiane ([45]), PI compite con bancos y operadores financieros que ofrecen productos que, en su mayor parte, pueden sustituir a los de PI. Y lo que es más importante aún, las cuentas corrientes de las oficinas de correos compiten con las cuentas corrientes de los bancos en lugares donde tanto los bancos como PI tienen puntos de venta. Además, en los últimos años PI ha ampliado perceptiblemente la gama de servicios de pago que ofrece a sus clientes, añadiendo a los instrumentos postales tradicionales, como certificados de depósito en cuenta corriente y giros postales, una gama de instrumentos que antes eran competencia de los bancos (tarjetas de débito y crédito, transferencias de crédito, o domiciliaciones de facturas de empresas de servicios públicos). En algunos casos (tarjetas de débito y domiciliaciones) el servicio lo proporciona el propio PI; en otros, PI distribuye los productos de terceros (bancos, en el caso de las tarjetas de crédito). Estos desarrollos han aumentado la sustituibilidad entre los servicios financieros que ofrece PI y los que ofrecen los bancos.

(110) Es probable que la ayuda afecte desfavorablemente a los bancos y otros actores del mercado financiero de Italia. En particular, en la medida en que la remuneración por el Tesoro de las sumas depositadas por PI excede el punto de referencia de mercado, PI tendrá un incentivo para aumentar sus actividades de captación de depósitos más allá del nivel que habría elegido si solamente obtuviera la remuneración que es normal en el mercado. Así, las oportunidades de mercado para los bancos se reducirán correspondientemente.

([44]) Estudio realizado por WIK Consult, *Main Developments in the European Postal Sector*, julio de 2004. Véase, en particular, el cuadro 5.1.6 «Distribución geográfica y objetivos de las empresas adquiridas por los *Big Four*» (1998 y años anteriores a junio de 2004).

([45]) Decisión del 12 de marzo de 2002 (DO L 282 de 19.10.2002, p. 29).

(111) Por la misma razón, la Comisión es de la opinión de que la medida afecta a empresas establecidas en otros Estados miembros porque les dificulta su penetración en el mercado italiano. En Italia hay bancos de los Estados miembros que operan directamente a través de sucursales o de oficinas de representación, o indirectamente controlando bancos e instituciones financieras radicadas en Italia. Una ilustración de esta situación son las recientes transacciones transfronterizas de capital en las que participan bancos italianos como Antonveneta y BNL ilustran esa situación. Ambos tipos de penetración en el mercado se ven obstaculizados por la fortalecida posición de PI en el mercado.

(112) En conclusión, hay comercio entre los Estados miembros en los sectores de los servicios postales y financieros. El tipo del préstamo refuerza la posición de PI en relación con las empresas y bancos postales que compiten en el comercio intracomunitario. Por lo tanto, la medida puede afectar a ese comercio y falsear la competencia.

7.4. **Ventaja económica**

(113) Para constituir ayuda estatal, una medida debe favorecer a las empresas beneficiarias.

7.4.1. *Contexto del análisis*

(114) Recordemos que los tipos del préstamo que se han de pagar en cumplimiento de la Ley de Finanzas de 2006 y el Acuerdo otorgan ventaja económica si son más altos que el tipo que un prestatario privado, actuando en función de las condiciones del mercado, estaría dispuesto a pagar al PI por los fondos depositados, considerando su naturaleza y volumen.

(115) La evaluación realizada por la Comisión analizará si el Acuerdo establece una remuneración similar a la que un prestatario privado ofrecería en una economía de mercado por los fondos depositados, teniendo en cuenta principalmente la Obligación y los riesgos financieros asociados (sección 7.4.2). Una remuneración adecuada debe reflejar tanto la rentabilidad esperada como el riesgo, no solamente la rentabilidad en términos del rendimiento determinado *ex post*.

(116) Además, debido a la Obligación, Italia ha mantenido en varias ocasiones que PI ha sido puesta en desventaja, pues habría obtenido rendimientos más elevados si no existiese la Obligación. La Comisión analizará si la argumentación de Italia está bien fundada. (sección 7.4.3).

(117) La evaluación realizada por la Comisión implica una valoración económica compleja. Cuando la Comisión adopta una medida que implica esta valoración, disfruta de un amplio poder discrecional ([46]).

(118) Finalmente, el Acuerdo, que entró en vigor el 4 de abril de 2006, se cerró el 23 de febrero de 2006 ([47]). El análisis realizado por la Comisión debe basarse en la información disponible para las partes del Acuerdo hasta febrero de 2006.

7.4.2. *El criterio del prestatario prudente que opera en una economía de mercado*

(119) Para definir el tipo del préstamo, un prestatario prudente que opera en una economía de mercado (en lo sucesivo, «un prestatario privado») tendría que considerar básicamente los siguientes factores:

— el volumen bruto de los fondos depositados,

— los componentes estable y volátil de los depósitos,

— la duración y las variaciones medias de los depósitos,

— los riesgos financieros asumidos.

(120) Estos aspectos están interrelacionados y, en conjunto, determinan el tipo que un prestatario privado estaría dispuesto a pagar en una perspectiva de rendimientos sometidos a riesgo. La presente Decisión va a analizar estos aspectos uno por uno para poder después extraer una conclusión sobre la estructura y el monto de los tipos de interés asociados, de forma que se pueda cuantificar la diferencia entre los tipos que establece el Acuerdo y los tipos del prestatario privado.

7.4.2.1. Volumen bruto de los fondos depositados

(121) Antes de 2004, los fondos captados en cuentas corrientes postales se depositaron no solo en el Tesoro, sino también en el CDP ([48]). El siguiente cuadro muestra el volumen medio de cuentas corrientes postales y el depósito anual medio en el Tesoro:

Cuadro 4

miles de millones EUR

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Cuentas corrientes postales	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]
Depósito en el Tesoro	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]

(122) El marcado incremento del depósito en el Tesoro a partir de 2002 está relacionado con la creación de la cuenta BancoPosta. Antes del lanzamiento de la cuenta BancoPosta, la cuenta corriente postal no era un instrumento adecuado para personas privadas, debido a la falta de servicios asociados (como tarjetas de crédito y débito); la utilizaban principalmente la administración pública y empresas que emiten una cantidad elevada de facturas (empresas de servicios públicos nacionales).

([46]) Sentencia del Tribunal de Primera Instancia en el asunto T-198/01 Technische Glaswerke Ilmenau, Rec. 2004, p. II-2717, apartado 97.
([47]) Con efecto retroactivo desde 2005.
([48]) Los prestatarios privados considerarían solamente el dinero que pueden utilizar.

(123) Las autoridades italianas afirman que las cuentas corrientes postales proporcionan al Tesoro una fuente estable y fiable de fondos, que supone una alternativa al mercado. Además, Italia sostiene que en 2005-2006, cuando el Acuerdo se elaboró y firmó, se esperaba que los depósitos en cuentas corrientes postales crecieran.

(124) A este respecto, 35 000 millones EUR de un único prestamista constituyen un préstamo de envergadura. La Comisión puntualiza, sin embargo, que el Tesoro italiano emitió valores con vencimiento a corto y largo plazo por una cantidad que rondó los 400 000 millones EUR anuales durante el período 2001-2005 ([49]), y que las emisiones se subscribieron en exceso. Así, en ese período no había escasez de fondos en el mercado.

(125) Además, la Comisión opina que el incremento de los depósitos en cuentas corrientes postales no significa necesariamente un aumento del depósito en el Tesoro, porque la Obligación podría modificarse, al menos en teoría (véase más adelante).

7.4.2.2. Componentes estable y volátil de los depósitos

(126) Normalmente, la remuneración que un prestatario privado estaría dispuesto a pagar está en función de la duración de los fondos proporcionados. Los fondos comprometidos a largo plazo típicamente se remuneran con un tipo más alto que los fondos comprometidos a corto plazo. En el caso del Acuerdo, no hay un dinero concreto comprometido verdaderamente: si el nivel de depósitos captados por PI baja, la cantidad de fondos asignados al Tesoro disminuye correspondientemente. Sin embargo, el nivel histórico de los fondos y su desarrollo a lo largo del tiempo indican que hay que distinguir entre un componente estable de los depósitos y un componente volátil.

(127) Como el Tesoro obtiene aquí acceso a una fuente de financiación que es relativamente estable, las autoridades italianas sostienen que es preciso basar la remuneración en una referencia que en parte refleje la naturaleza a largo plazo de los fondos. La Comisión comparte la opinión de que un prestatario privado vincularía la remuneración del grueso de la financiación, que es estable, a parámetros de medio-largo plazo, y la remuneración del resto, que es volátil, a parámetros de corto plazo.

(128) Según lo observado anteriormente, Italia ha equiparado el componente estable del total de los depósitos en cuentas corrientes postales al nivel mínimo del total de depósitos anuales en cuentas corrientes postales. La diferencia entre este nivel mínimo del total de depósitos anuales y el total medio de los depósitos anuales en cuentas corrientes postales constituye el componente volátil del total de los depósitos anuales en cuentas corrientes postales.

(129) Italia ha confirmado, y la Comisión verificado, que otras instituciones financieras distinguen entre «estable» y «no estable» para describir el nivel de los depósitos que captan en sus actividades ordinarias. Utilizan diversas metodologías para establecer esta distinción ([50]), pero el método que proponen las autoridades italianas es relativamente fácil de usar. Y la referencia que se obtiene utilizando ese método es similar a la que se obtiene utilizando otros enfoques.

(130) Por lo tanto, la Comisión puede aceptar la metodología que Italia propone para distinguir entre los componentes estable y volátil en los depósitos.

([49]) Además, el depósito colocado por PI en el Tesoro representa solamente el 2,8 % de la cantidad pendiente de pago de los valores del Estado a 31 de diciembre de 2005.

([50]) El método prudencial utilizado en el estudio […] ha resultado ser un ejemplo bastante utilizado.

(131) Desde 1995, las cantidades depositadas en términos absolutos han sido las siguientes:

Cuadro 5

miles de millones EUR

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Depósitos totales medios en cuentas corrientes postales	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]
Depósitos totales estables medios (*igual al nivel más bajo de los depósitos totales en el año natural*)	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]
Depósitos totales volátiles medios	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]

(132) La Comisión ha calculado que los componentes estable y volátil representan por término medio respectivamente el 85,4 % y el 14,6 % de las cuentas corrientes postales durante el período 1995-2005, con una desviación típica para el componente volátil del 4,1 %. Además, en los últimos años, el componente volátil de los depósitos ha disminuido perceptiblemente, alcanzando el 10,5 % en 2005 sobre una base anual. Para períodos mensuales, trimestrales y semestrales, el componente volátil de los depósitos estuvo, por término medio, por debajo del 10 % durante los períodos 1995-2005 y 2001-2005. Los primeros meses de 2006 confirman esta tendencia.

(133) En conclusión, la Comisión opina que el 90 % de los depósitos en cuentas corrientes postales puede considerarse relativamente estable y el 10 % relativamente volátil.

(134) Mientras la Obligación esté vigente, la Comisión es de la opinión de que, en términos porcentuales, los componentes estable y volátil de los depósitos en cuentas corrientes postales deberían reflejar los de un depósito con un prestatario privado.

(135) Por consiguiente, en el caso presente y conforme al Acuerdo, parece justificado dar un peso del 10 % al componente a corto plazo en el tipo de préstamo. El peso del elemento a medio y largo plazo es, por lo tanto, el 90 %. Más adelante se mostrará que en el elemento a medio-largo plazo no es necesario entrar en un análisis más minucioso respecto al peso del 10 % dado al componente a largo-medio plazo, y al 80 % dado al componente a largo plazo.

7.4.2.3. Duración media y variaciones de los depósitos

(136) El análisis de la parte pasiva del balance financiero para las fuentes de financiación requiere que un banco conozca las características de sus proveedores de fondos y de sus instrumentos de financiación. Para evaluar los flujos de tesorería que se derivan de su pasivo, un banco tiene que examinar primero el comportamiento del pasivo en condiciones empresariales normales, y determinar especialmente:

— el nivel normal de refinanciación de los depósitos y otros pasivos,

— el vencimiento efectivo de los depósitos susceptibles de ser retirados a demanda, como los depósitos en cuenta corriente y muchos tipos de cuentas de ahorros,

— el crecimiento normal de las cuentas con nuevos depósitos.

(137) Por lo que concierne a la evaluación de las refinanciaciones y las nuevas peticiones de préstamos, hay varias técnicas que un banco puede utilizar para establecer el vencimiento efectivo de su pasivo, como la utilización de modelos históricos del comportamiento de los depósitos. En el caso de los depósitos a la vista, sean de particulares o empresas, muchos bancos realizan un análisis estadístico que tiene en cuenta los factores estacionales, las variaciones de los tipos de interés y otros factores macroeconómicos. Para algunos grandes depositantes, un banco puede emprender una valoración cliente por cliente de la probabilidad de refinanciación. La dificultad de establecer esas estimaciones del comportamiento del pasivo ha aumentado debido a la creciente competencia de las alternativas de inversión a los depósitos. También se hacen evaluaciones de los flujos de efectivo derivados del pasivo de un banco en circunstancias anormales (problemas específicos del banco o problemas generales).

(138) En este contexto, la Comisión ha examinado a fondo los datos que ha transmitido Italia relativos al modelo estadístico utilizado por PI para identificar las tendencias prudenciales y estimadas de los fondos captados en las cuentas corrientes postales, basándose en un análisis de tendencias históricas (el estudio […]) ([51]).

(139) La Comisión subraya que el estudio […] debía cuantificar el comportamiento de duración de los depósitos en cuentas corrientes postales, y que […] no extrae conclusión alguna en relación con la duración del depósito en el Tesoro.

(140) Para determinar la duración media relevante de los depósitos, la Comisión tiene que considerar aquí los dos tipos posibles de gestión de fondos: activa y pasiva.

Gestión pasiva de fondos

(141) Italia sostiene que, en el contexto específico de la gestión pasiva de la liquidez de PI en 2005 y 2006, los criterios para identificar la duración de los fondos captados en cuentas corrientes postales se describen en el modelo […]. Este modelo probabilístico se basa en un análisis la volatilidad histórica de las cuentas corrientes postales y del comportamiento de los titulares de las cuentas de PI ([52]), e identifica la dinámica de comportamiento de los clientes de PI con un intervalo de confianza del 99 %.

([51]) Aun sin disponer de un estudio estructurado formal, la Comisión considera que PI y el Tesoro hubieran tenido en cualquier caso datos y resultados similares basados en la historia de las cuentas corrientes postales y sus perspectivas futuras.

([52]) La tendencia prudencial se basa en una predicción conservadora del nivel mínimo de depósitos en años venideros por referencia a la pauta histórica de las entradas y las salidas de los depósitos (el método VeR).

(142) Basándose en el método VeR, que utiliza una fecha límite de vencimiento de 10 años, el […] % de los fondos tiene un comportamiento de duración «casi ilimitado» (en el sentido de que se considera muy poco probable que la cantidad de depósitos haya disminuido por debajo del nivel de dos tercios en los siguientes 10 años), y la parte restante tiene una duración que varía entre 0 y 10 años (es decir, se espera que estos depósitos puedan ser retirados en un plazo de 10 años).

(143) La Comisión considera que la gestión pasiva de los fondos por parte de PI es principalmente un resultado de la Obligación. Es por lo tanto vital evaluar cómo un prestatario privado habría analizado la Obligación y el mantenimiento de la Obligación a lo largo del tiempo ([53]).

(144) Primero, el efecto de la Obligación es transferir la duración media de los fondos globales captados en las cuentas corrientes postales a la cuenta corriente que tiene PI en el Tesoro. Italia comparte la opinión de que la Obligación es un argumento clave para describir el grueso del depósito en el tesoro como de largo plazo. Si no existiera la Obligación, el depósito realizado por PI sería muy similar a una cuenta corriente con un prestatario privado.

(145) En segundo lugar, como revela la figura 2, las cantidades depositadas en el Tesoro han variado de forma significativa desde 1995 ([54]).

Figura 2

[…]

(146) Las variaciones se deben principalmente a cambios introducidos en la legislación nacional pertinente:

— se produjo una reducción súbita de los depósitos en 1996 y 1997, cuando la Ley nº 662 de 12 de diciembre de 1996 estipuló el cierre de las cuentas utilizadas por el Tesoro para pagar pensiones del Estado,

([53]) La Comisión considera que un prestatario privado de mercado habría logrado esa valoración, notablemente debido a la gran cantidad implicada (véase, por ejemplo, el considerando 137 de la presente Decisión, donde se recuerda que para algunos grandes depositantes, un banco puede emprender una evaluación cliente a cliente de la probabilidad de refinanciación).

([54]) A pesar de los argumentos que presenta Italia, no hay razón alguna para limitar la evaluación a este respecto a los datos relativos al período 2001-2006. Aunque se podría estar de acuerdo en que la creación de la cuenta BancoPosta ha tenido un impacto significativo en los depósitos en las cuentas corrientes postales, e incluso en el modelo empresarial de las actividades financieras de PI, un prestatario privado habría considerado un plazo más largo.

— la introducción de la cuenta BancoPosta, permitida por la Ley nº 144/2001, generó un marcado aumento de los depósitos en cuentas corrientes postales en 2001,

— el depósito en el Tesoro creció sustancialmente en 2004 en comparación con años previos a consecuencia del Decreto Ministerial de 5 de diciembre de 2003, conforme al cual el Tesoro ocupó el lugar de CDP en las relaciones derivadas del servicio de la cuenta corriente postal.

(147) Las autoridades italianas confirman que esos cambios legislativos se introdujeron a resultas de la determinación del Tesoro de dar más autonomía financiera a PI. Este proceso, que se inició con la conversión del PI en una empresa pública en 1998, se caracterizó por el lanzamiento de la cuenta postal BancoPosta en 2001.

(148) Un evento similar, que no era enteramente predecible en 2005/2006 (especialmente por lo que se refiere a la fecha exacta de su ocurrencia), volvió a producirse a principios de 2007, cuando la Ley de Finanzas de 2007 redujo perceptiblemente el alcance de la Obligación. Esto generó una marcada disminución del dinero depositado por PI en el Tesoro: en diciembre de 2007, el depósito en el Tesoro sumaba solamente alrededor del 25 % de los depósitos totales en las cuentas corrientes postales. La Comisión considera que en el momento en que se cerró el Acuerdo, un operador prudente tendría que haber anticipado este cambio en la legislación, y en especial la consecuencia del cambio, es decir, la reducción de la cantidad depositada en el Tesoro/prestatario privado, como podría ser el caso, porque la tendencia hacia una mayor independencia en la gestión financiera de PI hubiera empezado algunos años antes.

(149) La Comisión opina que cuando se negoció el Acuerdo, un prestatario privado habría esperado que el cambio en la Obligación se hubiera producido dentro de un plazo no superior a cinco años. Tal y como indican la figura 2 y el considerando 146, en el período 1995-2005, cuando el Tesoro quiso dar a PI más autonomía financiera, la legislación cambió primero en 1997, por segunda vez 4 años más tarde y, por tercera vez, 2 años después. Un prestatario privado lo habría tenido en cuenta y habría esperado otros cambios en la legislación en un máximo de 5 años incluido un posible período transitorio de algunos meses. Un prestatario privado prudente no habría esperado beneficiarse del depósito postal durante un período superior a 5 años.

(150) En este contexto, el argumento de Italia de que la duración de la Obligación es ilimitada no se puede aceptar. Un prestatario privado podía haber considerado la Obligación como de duración indefinida solamente si la legislación pertinente no hubiera sido susceptible de enmienda, que obviamente lo era a finales de 2005 (por lo observado *ex post*). La Comisión tampoco puede aceptar otro argumento que presenta Italia, a saber, que en el momento del cierre del Acuerdo el Tesoro estaba obligado a respetar la Obligación y no podía anticipar posibles cambios legales, que estaban fuera de su competencia. El Tesoro, como prestatario prudente en una economía de mercado, debería haber tenido en cuenta este importante aspecto.

(151) Además, las variaciones en las cantidades depositadas en el Tesoro en los años 1995-2005, a consecuencia de los cambios legales, deberían haber inducido a un prestatario privado a considerar la duración media de 5 años identificada por el modelo prudencial arriba mencionado como límite máximo para fijar su propio tipo.

(152) Por lo tanto, en el contexto de la gestión pasiva de los fondos, la Comisión considera que teniendo en cuenta el fortalecimiento de la autonomía financiera de PI (con el riesgo de cambios en la ley, conducentes a una reducción significativa de la cantidad depositada en el Tesoro/prestatario privado), una duración de 5 años hubiera sido considerada por un prestatario privado, cuando se negoció el Acuerdo, como la duración máxima para fijar su oferta.

Gestión activa de fondos

(153) Italia considera que, en el contexto específico de la gestión activa de la liquidez de PI (que es una realidad desde 2007), el modelo […] apoya la opción de PI en la colocación óptima del activo y en la correlación riesgo/beneficio. En este contexto, y sobre la base de una hipótesis muy prudente, es razonable que PI adopte una colocación del activo con una duración media de […] - […] años, dependiendo del modelo utilizado ([55]).

(154) A este respecto, la Comisión señala que:

([55]) Este segundo modelo que propone […] está basado en una hipótesis aún más conservadora ([…] como punto de corte y una distribución del componente de duración virtualmente indefinida durante un período de […] - […] años), y otorga una duración media de […] o […] años (duración media de […] a […] años), dependiendo de si se sigue el enfoque VeR o un enfoque lineal.

— para la gestión activa de los depósitos por parte de PI, la Obligación no debe estar en vigor,

— el modelo se basa en la suposición de una fecha límite de vencimiento de 10 años (es decir, el décimo año representa el momento de extinción del componente que tiene una duración virtualmente indefinida),

— la base para la definición de la cartera de inversiones correspondiente (hipotética) es la tendencia prudencial ([56]),

— la duración de la cantidad global de fondos recogidos en cuentas corrientes postales difiere de la duración de una única cuenta corriente postal,

— el tipo de modelo prudencial que desarrolla […] es utilizado por varios bancos italianos en el contexto de su gestión activa de fondos para determinar el comportamiento de duración de sus cuentas corrientes, y luego reflejar este comportamiento de duración como parte de su ALM.

(155) La Comisión subraya que, en una gestión activa de fondos, la duración media de la cantidad global de los fondos captados en cuenta corriente postal no es superior a cinco años.

(156) En conclusión, sea pasiva o activa la gestión de fondos, la duración efectiva de los depósitos que habría considerado un prestatario privado no es superior a 5 años.

7.4.2.4. Conclusión provisional: referencias pertinentes en el coeficiente de préstamo

(157) Según Italia, como hemos visto, el componente estable del depósito, que es de naturaleza a largo plazo, se refleja en el elemento a largo plazo del coeficiente de préstamo [el 90 %, del que i) un 10 % corresponde al rendimiento del bono del Tesoro plurianual a 10 años, y ii) un 80 % al rendimiento del bono del Tesoro plurianual a 30 años]. El componente volátil se refleja en el elemento a corto plazo del coeficiente de préstamo (el 10 %, bonos del Tesoro ordinarios a 12 meses).

([56]) Por el contrario, la tendencia considerada es una estimación de cómo pueden evolucionar los fondos captados en cuentas corrientes postales sobre la base de escenarios macroeconómicos razonables y actividades comerciales normales. Esta tendencia se utiliza para la definición de los objetivos presupuestarios.

(158) El vencimiento ponderado de los instrumentos que componen el coeficiente de préstamo que establece el Acuerdo es, por lo tanto, 25 años.

(159) La Comisión comparte la opinión de que un prestatario privado vincularía la remuneración de la mayor parte de la liquidez, que es estable, a parámetros a medio y largo plazo, y la remuneración de la parte restante, que es volátil, a parámetros a corto plazo.

(160) Como un prestatario privado habría calculado la duración efectiva del componente estable de los depósitos en un máximo de 5 años, la remuneración de mercado del componente estable debería basarse en el rendimiento del bono del Tesoro plurianual a 5 años. La Comisión considera que tiene sentido utilizar estos bonos del Tesoro plurianuales como una referencia de medio-largo plazo, porque son instrumentos financieros que sirven de referencia para los inversores.

(161) El elemento a corto plazo del coeficiente de préstamo hace referencia al componente volátil del depósito en el Tesoro o el prestatario privado. Cada día, si las cantidades depositadas en las cuentas corrientes postales disminuyen en comparación con el día anterior, la diferencia ha de devolverse automáticamente a PI. En estas circunstancias, un prestatario privado no invertiría el componente volátil de los depósitos en bonos del Tesoro ordinarios a 12 meses.

(162) Para gestionar las variaciones en los depósitos sobre una base diaria, la Comisión cree apropiado hacer referencia a los bonos del Tesoro ordinarios a tres meses así como a los instrumentos a un día ([57]). La remuneración pagada a PI debería reflejar el tipo de interés en estos dos instrumentos.

(163) Aunque varias combinaciones de instrumentos a corto plazo son teóricamente posibles, la Comisión considera que la proporción 50/50 ([58]) entre bonos del Tesoro a corto plazo ordinarios de tres meses e instrumentos a un día permite una gestión apropiada del riesgo y está en consonancia con lo que haría un operador prudente en el mercado.

([57]) El informe anual de 2005 de La Banque Postale señala que: «Les opérations de bilan liées à la gestion de la partie volatile des fonds CCP (comptes courants postaux) constituent un moindre enjeu de terme PNB mais permettent de garantir la liquidité quotidienne. À 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 renomée 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 e de déterminer les modalités de placement».

([58]) Esto significa que, en circunstancias normales, se contempla una volatilidad en un día de un 5 % como máximo. Esta estimación parece razonable.

(164) Aunque el tipo de interés interbancario a un día se refiere al mercado interbancario de dinero, y no representa la carga del servicio de la deuda del Tesoro, la Comisión considera que se puede utilizar como una aproximación al tipo de interés pertinente a las operaciones a un día.

(165) La Comisión afirma que conforme a la Ley de 2007, PI empezó a gestionar activamente los fondos derivados de las cuentas corrientes postales. La duración media de las inversiones de PI en valores es de […] a […] años ([59]). De esta cantidad, el 85 % se invierte en bonos con un vencimiento de […] a […], y el resto en instrumentos con un vencimiento máximo de […] años. Estas cifras validan a posteriori las conclusiones de la Comisión.

7.4.2.5. Riesgos financieros

(166) Por lo general, es posible distinguir entre cuatro tipos principales de riesgo financiero:

— riesgo de mercado (por ejemplo, riesgo del precio de acciones, etc.),

— riesgo de crédito (riesgo de impago),

— riesgo de liquidez (riesgo de liquidez de financiación y riesgo de liquidez de mercado),

— riesgo del tipo de interés (riesgo de curva de rendimiento, riesgo de revisión).

(167) Teniendo en cuenta la naturaleza de los fondos depositados, la Comisión es de la opinión de que los riesgos de crédito y de mercado son muy limitados ([60]).

(168) Las dos principales clases de riesgo para los fondos depositados son el riesgo del tipo de interés y el riesgo de liquidez ([61]).

(169) El riesgo del tipo del interés ([62]) es el riesgo de que los tipos de interés a corto plazo puedan aumentar en el plazo de duración de las inversiones a largo plazo, mientras los tipos de interés a largo plazo son fijos en el tiempo; o, desde una perspectiva equivalente de valor de mercado, que el valor de mercado de las acciones caiga mientras la curva de rendimiento se desplaza hacia arriba, dado que el valor de los activos caerá más que el pasivo si el pasivo tiene una duración efectiva más corta.

(170) Sin embargo, el mecanismo de indexación del Acuerdo incluye un reajuste bisemanal de los tipos de los tres componentes, por lo que la indexación es variable. Por tanto los fondos depositados no están sujetos al riesgo de pérdida de capital, sino solamente de pérdida del interés ([63]). Con un tipo de interés variable, el riesgo se divide entre las partes.

(171) El riesgo de liquidez de financiación se refiere a la capacidad de financiar incrementos de activos y de hacer frente a las obligaciones a su vencimiento ([64]). La gestión de la liquidez es, por lo tanto, una importante actividad de las instituciones financieras o bancos. El análisis de la liquidez de financiación requiere la gestión del banco no solo para medir la situación de liquidez del banco de forma continua sino también para examinar cómo los requisitos de financiación tenderán a evolucionar en situaciones diversas, por ejemplo en condiciones adversas ([65]).

([59]) El estudio […] hace referencia a una vida media de […] para la cartera de PI en 2007.

([60]) El informe anual de PI para 2005 indica lo siguiente: «El "riesgo de mercado" se refiere a activos financieros que PI se propone vender. Actualmente no hay activos que se mantengan con el propósito específico de comerciar».
«El "riesgo de crédito" es el riesgo de que un deudor de PI no pague su deuda. Puesto que PI no está autorizado a emitir empréstitos, este riesgo se limita a los instrumentos financieros en la cartera de inversiones (riesgo del emisor)».

([61]) Comité de Basilea sobre el Control Bancario, *Principios para la gestión y supervisión del riesgo de tipo de interés*, Bank for International Settlements, septiembre de 2003, págs. 6-8 (http://www.bis.org/publ/bcbs102.pdf?noframes=1); Comité de Basilea sobre el Control Bancario, *La gestión del riesgo de liquidez en grupos financieros*, Bank for International Settlements, mayo de 2006 (http://www.bis.org/publ/joint16.pdf?noframes=1); Comité de Basilea sobre el Control Bancario, *Riesgo de liquidez: gestión y desafíos de supervisión*, Bank for International Settlements, febrero de 2008 (http://www.bis.org/publ/bcbs136.pdf?noframes=1); *Principios de la gestión del riesgo de liquidez*, Institute of International Finance, marzo de 2007, Apéndice 1.

([62]) El informe anual de PI para 2005 indica que «El "riesgo del tipo de interés sobre el flujo de tesorería y la política de cobertura" se refieren a los activos financieros que se remuneran a un interés variable. La empresa puede perseguir una política de cobertura utilizando derivados limitados a determinados niveles de interés, concentración y cantidades».

([63]) Véase también la carta de […] de 13 de febrero de 2006.

([64]) El informe anual de PI para 2005 indica lo siguiente: «El "riesgo de liquidez" es el riesgo de que una entidad tenga dificultad para encontrar fondos suficientes para satisfacer las obligaciones derivadas de los instrumentos financieros. El riesgo de liquidez puede derivarse de la incapacidad para vender rápidamente los activos financieros a un precio cerca del valor razonable, o de la necesidad de conseguir fondos a tipos injustos. El riesgo es insignificante, pues los plazos de vencimiento de las inversiones y los préstamos están sustancialmente equilibrados».

([65]) Véase Comité de Basilea sobre el Control Bancario, *Prácticas coherentes para gestionar la liquidez en las organizaciones bancarias*, Basilea, febrero de 2000.

(172) En el presente caso, el riesgo de liquidez de financiación y el riesgo de la curva de rendimiento los asume enteramente el prestatario, no PI. En concreto, en el hipotético caso de que los depositantes retiraran sus fondos en masa, el Estado estaría obligado a proveer a PI de los fondos necesarios para reintegrarlos a sus depositantes, y PI no tendría que refinanciarse.

(173) La Comisión subraya que el sistema no ofrece el mismo grado de certeza al prestatario en lo que se refiere al efectivo disponible. Cuando un operador emite y vende títulos, el operador tiene a su disposición la suma total durante todo el tiempo hasta el vencimiento de los bonos. El mecanismo del depósito no produce el mismo resultado, porque el dinero disponible para el prestatario cambia cada día y puede incluso disminuir marcadamente si se dan condiciones adversas.

(174) Por lo tanto, el tipo de interés pagado a PI debería ser en principio más bajo que el tipo ofrecido en bonos con un vencimiento equivalente. Por lo tanto, la Comisión considera que debería aplicarse una reducción del interés básico que un prestatario privado ofrecería, con el fin de afrontar el riesgo de liquidez de financiación.

(175) La Comisión es consciente de que es difícil cuantificar con precisión la reducción en el caso del riesgo de liquidez. En el presente caso, se puede determinar una reducción apropiada conforme al Acuerdo y la metodología de la Comisión, que definen un componente volátil y lo vinculan a un tipo de interés basado en instrumentos a muy corto plazo.

(176) Por último, la Comisión considera que los argumentos de Italia relativos a la supuesta rigidez de la inversión paramétrica definida por el Acuerdo, han de ser rechazados porque:

i) desatienden el riesgo de liquidez,

ii) guardan relación con otro argumento presentado por Italia relativo al coste de oportunidad asociado con la imposibilidad de llevar a cabo la gestión activa del fondo, que se examina y rechaza en la sección 7.4.3 de la presente Decisión,

iii) la pretensión de que el Acuerdo proporcionaba compensación para la supuesta rigidez se ha presentado solamente *ex post*. Las autoridades italianas han afirmado que «la lógica» de la definición de la cesta no se basó en la determinación de un diferencial que compensara ese límite de la autonomía de PI y que «la cesta acordada produjo a posteriori un diferencial que, por una parte, compensa a PI por la obligación de la inversión y la imposibilidad de gestión y, por otra, es justa para el Tesoro». Este razonamiento *a posteriori* no parece haber sido tenido en cuenta durante la negociación del Acuerdo y, por lo tanto, no puede considerarse relevante a los efectos de la presente Decisión.

7.4.2.6. Conclusión: definición del tipo ofrecido por un prestatario privado; existencia de ayuda estatal

(177) Los tipos previstos en el Acuerdo y los tipos que según el análisis de la Comisión serían ofrecidos por un prestatario privado ([66]) se comparan en el siguiente cuadro:

Cuadro 6

	Acuerdo		Prestatario privado	
	Instrumento/rendimiento	Ponderación	Instrumento/rendimiento	Ponderación
Componente estable	BTP a 30 años	80 %	BTP a 5 años	90 %
	BTP a 10 años	10 %		
Componente volátil	BOT a 12 meses	10 %	BOT a 3 meses	5 %
			Tipo de interés interbancario a 1 día	5 %

([66]) Según la metodología del prestatario privado, como según el Acuerdo, los tipos de interés se computan utilizando parámetros de interés variable (los parámetros se reajustan cada 15 días).

Cuadro 6a

	Tipo del Acuerdo	Tipo del prestatario privado
2005	3,90	2,81
2006	4,25	3,60
2007	4,70	4,23

(178) Como los instrumentos de referencia utilizados en el Acuerdo tienen vencimientos mayores que los de «mercado», y, por consiguiente, tienen rendimientos más altos en el período considerado ([67]), y como la división del riesgo es más favorable a PI que en el caso de que PI tuviera que asumir el riesgo de liquidez en los fondos depositados, el coeficiente de préstamo que define Italia da ventaja a PI.

(179) Por lo tanto, el régimen consistente en que el Tesoro paga el coeficiente de préstamo de los fondos depositados por PI conforme a la Ley de 2006 y el Acuerdo, constituye una ayuda estatal.

(180) Finalmente, la Comisión observa que no hay una única combinación de instrumentos a corto y a largo plazo que esté en consonancia con el mercado. En opinión de la Comisión es el equilibrio general de los instrumentos utilizados y de sus pesos respectivos lo que permite decidir si el coeficiente de préstamo cumple con el principio del prestatario prudente que opera en una economía de mercado. El coeficiente de préstamo que contempla el Acuerdo no supera el test de proporcionalidad que un prestatario privado habría aplicado a los fondos depositados.

7.4.3. *Análisis de las políticas de inversión de PI en ausencia de la Obligación*

(181) En beneficio de una visión completa, y desde un punto de vista teleológico, convendría indagar si las posibles inversiones alternativas consideradas por PI en el caso de que no estuviese sujeto a la Obligación hubieran proporcionado rendimientos similares o mayores que los obtenidos conforme al Acuerdo o la metodología de la Comisión.

(182) En la siguiente valoración la Comisión evalúa tanto el riesgo financiero como el rendimiento, que son factores que determinan la conducta de un operador de mercado que se implica en transacciones financieras.

7.4.3.1. Resumen de los argumentos presentados por Italia ([68])

(183) Italia ha sostenido que la Obligación penaliza a PI en lo tocante a su colocación de activo, porque priva a PI de otros mercados (posiblemente más rentables) para utilizar el dinero captado en las cuentas corrientes de sus clientes.

(184) Según Italia, si la Obligación no existiese, PI podría:

i) haber invertido el dinero de las cuentas corrientes postales en instrumentos similares a los utilizados por las divisiones de seguros de PI, en particular por Poste Vita SA. Haciendo referencia a las cartas enviadas por varios intermediarios financieros (véase el considerando 73), las autoridades italianas consideran que la remuneración establecida por el Acuerdo está en la línea de la remuneración obtenida por Poste Vita SA por sus fondos invertidos (véanse los considerandos 74

([67]) Aunque, sobre la base de los tipos de interés a largo y corto plazo actuales, la curva del tipo de interés se invirtiera, esto no podría haberse previsto cuando se firmó el Acuerdo en 2005-2006.

([68]) Para una exposición más detallada de los argumentos de Italia, véase la sección 6.

y siguientes). En particular, indican que las pólizas de seguro de vida clase I son productos comparables a las cuentas corrientes postales, y que el rendimiento medio de la gestión de esos productos (por ejemplo, Posta Più) en el período 2002-2006 fue del 4,68 %, que está en consonancia con el tipo del Acuerdo, que es del 4,55 %, o

ii) haber diversificado su cartera sobre la base del riesgo de crédito [véase el considerando 85, inciso i)], o

iii) haber adoptado una estrategia de gestión activa de los fondos [véase el considerando 85, inciso iv)]. La gestión apropiada del fondo podría haber producido con regularidad un rendimiento más alto, como confirman las experiencias pasadas (el caso de *La Poste* y la gestión activa del tipo sistema de *trading*) y los desarrollos futuros.

(185) La Comisión demostrará, primero, que estas políticas de inversión alternativas no son relevantes para el análisis actual y, segundo, que sus resultados no se pueden utilizar para demostrar que el Acuerdo no otorga ventaja alguna a PI.

(186) Comparando PI con los bancos del sector privado, Italia afirma además [considerando 85, inciso ii)] que los márgenes de interés que obtienen algunos bancos del sector privado por el componente de depósito de su financiación son sustancialmente más altos que los de PI. Por otra parte, las pautas de inversión de los bancos que operan en el sector público son similares a las del PI [considerando 85, inciso iii)]. Se afirma que estos puntos demuestran que PI no recibe ayuda estatal.

(187) La Comisión demostrará que las comparaciones que hace Italia (especialmente en el estudio […]) no son significativas.

7.4.3.2. Observaciones generales sobre la relevancia del estudio […] y de las cartas enviadas por los intermediarios financieros

(188) El estudio […], y las cartas enviadas por los intermediarios financieros a PI en las que se afirma que el coeficiente de remuneración que contempla el Acuerdo se ajusta al mercado, requieren un comentario general de la Comisión.

i) Las cartas y el estudio tal vez se realizaron mientras sus autores y PI mantenían relaciones comerciales. La Comisión ha de examinar esos documentos con gran precaución.

ii) Las conclusiones generales del estudio […] plantean dudas, como por ejemplo cuando […] afirma que «se entiende que las suposiciones y la conclusión inicial, de acuerdo con esta presentación, se fundamentan en las informaciones (y en su entendimiento por parte de […]) proporcionadas por PI. Tal información puede estar sujeta a diferentes interpretaciones; por lo tanto el análisis podía llevar a diversas soluciones y conclusiones».

iii) El tipo de interés previsto en el Acuerdo se indexa con parámetros con tipos variables. El uso de estos parámetros fue decidido libremente por el tesoro y PI, y no es una consecuencia de ninguna obligación legal. La Comisión comparte la opinión de las autoridades italianas de que la elección de los parámetros con tipos variables eran una elección racional para las partes en el momento en que se negoció el Acuerdo.

El estudio […], sin embargo, se basa principalmente en una comparación entre los parámetros del Acuerdo y los instrumentos con tipos de interés fijos.

Los intereses variables han sido más bajos que los intereses fijos de duración similar ([69]). Como ilustración, el siguiente cuadro indica los tipos medios anuales de los bonos plurianuales de 5 y 10 años emitidos por el Tesoro (BTP), que tienen un tipo de interés fijo, y los certificados de crédito del Tesoro (CCT), que son instrumentos a siete años con un tipo de interés variable ([70]).

Cuadro 7

(%)

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

Además, el estudio compara la gestión activa (véase más adelante) con el depósito en el Tesoro, y en el rendimiento implícito obtenido por PI tiene en cuenta las ganancias de capital. Pero el mecanismo del Acuerdo no puede generar ganancias de capital (o pérdidas de capital), debido a su indexación con los parámetros de tipo variable. En la argumentación que presenta Italia, una comparación correcta para determinar si PI ha sido penalizado por la Obligación hubiera debido basarse en parámetros de tipo variable. Los tipos de interés que teóricamente PI hubiera sido capaz de lograr según el estudio son irrelevantes —y probablemente se sobreestiman— en especial porque se basan en instrumentos de tipo de cambio fijo ([71]).

iv) Finalmente, las cartas y el estudio comparan instrumentos que asumen riesgos diferentes. Por ejemplo, como se ha explicado ya (sección 7.4.2), el riesgo de liquidez que asume PI es nulo cuando el dinero se invierte de conformidad con el Acuerdo, mientras que PI asume riesgo de liquidez cuando invierte en circunstancias normales. Del mismo modo, las inversiones en productos de seguros comportan un riesgo de mercado ([72]), mientras para el depósito en el Tesoro (o un prestatario privado) el riesgo de mercado es de importancia limitada. Estos aspectos relacionados con el riesgo nunca se señalan o cuantifican de manera sustancial en las cartas.

(189) Por lo tanto, la Comisión no puede concluir a partir de las cartas de los intermediarios financieros o del estudio que la Obligación penaliza a PI.

7.4.3.3. Comparación con los servicios de seguros

(190) Incluso teniendo en cuenta la Obligación, la Comisión no comparte la opinión de las autoridades italianas de que las pólizas de seguros de vida de clase I vendidas por Poste Vita SA son productos comparables a las cuentas corrientes postales, porque la naturaleza de los recursos es diferente. Por ejemplo:

([69]) Desde 1997, los intereses de los CCT han sido más bajos que los intereses de los BTP a 5-10 años, excepto en 1997 y 1998.

([70]) Los CCT son instrumentos a 7 años con interés variable. Se paga el interés en dividendos semestrales indexados con el rendimiento de los bonos a 6 meses BOT.

([71]) El argumento que presenta Italia sobre el hecho de que los rendimientos de las carteras de tipo de cambio fijo tiende a asemejarse al de los rendimientos de las carteras de tipo variable en un período de 10 años, de tal forma que el análisis ha de cubrir un período de 10 años, se considera y se rechaza más adelante en el apartado «Gestión activa del sistema comercial».

([72]) El informe anual de PI para 2006 indica que «El riesgo de mercado se refiere a los activos financieros que PI se propone vender. En el momento del cierre del balance casi todos estos artículos se pueden atribuir a los instrumentos financieros mantenidos por Poste Vita SA, subsidiaria de la empresa, en cuentas gestionadas por separado (clase I)».

— las pólizas de seguros de vida son productos de capitalización, mientras que las cuentas corrientes postales sirven sobre todo para transferir dinero, por teléfono, electrónicamente o mediante depósitos de efectivo en el mostrador de una oficina de correos; además, los clientes no pueden por lo general reemplazar las cuentas corrientes por otros productos bancarios,

— la rentabilidad de las pólizas de seguros de vida es mucho más alta que la de las cuentas corrientes postales,

— el régimen tributario sobre la renta de las pólizas de seguros de vida puede diferir del que regula el interés de las cuentas corrientes postales.

(191) Por lo tanto, la comparación entre los tipos de interés que resultan del Acuerdo y los que se derivan de la gestión de los productos de seguros de vida es irrelevante para el presente análisis.

(192) Aunque no era estrictamente necesario, la Comisión ha comparado el rendimiento obtenido conforme al Acuerdo con el rendimiento medio de la gestión de Posta Più, un producto de seguro vinculado a las cuentas de Poste Vita SA de clase I gestionadas por separado y que Italia ha presentado como inversión alternativa disponible para PI de no existir la Obligación.

(193) El rendimiento de Posta Più indicado por Italia se expresa en términos brutos (antes de los costes de gestión) ([73]), y no puede considerarse un equivalente a lo que PI podría haber obtenido en el mercado si la Obligación no existiese. La Comisión es de la opinión de que el coeficiente de préstamo previsto en el Acuerdo es de naturaleza más parecida a un tipo neto, que se ofrece al inversor con los costes de gestión deducidos ([74]).

(194) En el siguiente análisis la Comisión ha examinado las cifras año por año así como los promedios para limitar, por ejemplo, el efecto de la volatilidad del tipo.

(195) La Comisión ha comparado los tipos resultantes del Acuerdo durante el período 2005-2007 con los rendimientos netos de productos de seguros de Poste Vita SA vinculados con cuentas gestionadas por separado [Posta Più y Posta Valore ([75])].

Cuadro 8

(%)

	Rendimientos netos de Posta Più ([1])	Rendimientos netos de Posta Valore ([1])	Tipos del Acuerdo	Tipos de prestatario privado
31 de diciembre de 2005	3,00	3,08	3,90	2,81
31 de diciembre de 2006	2,80	2,63	4,25	3,60
31 de diciembre de 2007	2,71	2,46	4,70	4,23
Promedio	2,8	2,7	4,3	3,5

([1]) Fuente: Página de PI en Internet.

([73]) Las cartas de los intermediarios financieros también parecen hacer referencia a los rendimientos brutos (véase, por ejemplo, la carta de […] de 4 de octubre de 2006).

([74]) La Comisión considera que el coste de transacción no sería muy elevado en la metodología del prestatario privado o según el Acuerdo.

([75]) La Comisión ha observado que otros productos de Poste Vita SA vinculados a cuentas gestionadas por separado, tales como Posta Pensione y Dinamica, no son comparables en términos de volumen de negocio a Posta Valore y Posta Più. El volumen total de negocio de la cuenta gestionada por separado Dinamica asciende a 120 millones EUR, mientras la cuenta de Posta Più sobrepasa los 6 500 millones EUR. Véanse también las cartas de […].

(196) Los tipos definidos mediante el Acuerdo son perceptiblemente más altos que los rendimientos netos de Posta Più, considerados por Italia como una inversión alternativa si no existiese la Obligación.

(197) La Comisión observa que los tipos definidos mediante el Acuerdo son también más altos que los rendimientos netos de Posta Valore.

(198) La diferencia sería incluso mayor si se tomaran en cuenta adecuadamente los riesgos de mercado y liquidez.

(199) En conclusión, una comparación entre los tipos de interés que resultan del Acuerdo y aquéllos que se derivan de la gestión de los productos de seguros de vida no demuestra que el Acuerdo no otorgue ventaja a PI. En 2005, los rendimientos derivados de la metodología de un prestatario privado y los de Posta Più y Posta Valore son, en general, muy similares ([76]), y por lo tanto no alteran la valoración general que hace la Comisión al respecto de la relevancia de la metodología de un prestatario privado. Por término medio, en el período 2005-2007, los rendimientos derivados de la metodología de un prestatario privado son semejantes a los de Posta Più y Posta Valore.

7.4.3.4. Estrategias de inversión alternativas

(200) El estudio […] indica que la Obligación genera costes de oportunidad asociados en especial con la imposibilidad de invertir en una cartera de activos diversificada sobre la base de los riesgos de crédito. Por ejemplo, los bonos emitidos por sociedades financieras o corporativas con la calificación AA tienen tipos de interés más altos que los títulos del Estado en un mínimo de 60 puntos básicos y un máximo de 150 puntos básicos.

(201) Hay que señalar, en primer lugar, que en otro caso de ayuda estatal relacionado con PI ([77]), Italia afirmó que la diferencia de precios de los diferentes tipos de emisor (estatal, financiero, bancario y corporativo) es muy pequeña: al mismo nivel de riesgo, la diferencia en el coste de financiación entre los dos tipos extremos, el soberano y el corporativo, ronda los 5-6 puntos básicos, y la diferencia entre el financiero y el corporativo oscila entre 2 y 3 puntos básicos.

(202) En segundo lugar, el propio estudio […] reconoce que las estrategias de inversión de la cartera diversificadas según el riesgo de crédito estarían expuestas a un riesgo de crédito mayor que el de los títulos o depósitos del Estado. El estudio no cuantifica este mayor riesgo.

(203) Tercero, aunque se proporcionan algunos datos sobre los diferenciales entre los bonos del Estado, financieros y corporativos (con calificación AA), la Comisión considera que estas inversiones están también expuestas a otros riesgos que no existen en el caso del depósito en el Tesoro previsto en el Acuerdo. Por ejemplo, PI no asume riesgo alguno de liquidez en los fondos, porque el riesgo de liquidez lo asume totalmente el Tesoro. Esto no se menciona en el estudio […], pero es importante para hacer una evaluación adecuada.

(204) Por lo tanto, la breve referencia que hace el estudio a una teórica estrategia de inversión no demuestra que PI no disfruta de ventaja alguna debido al Acuerdo, especialmente en términos de riesgo y rendimientos.

([76]) Los tipos serían incluso más similares si se tomaran en cuenta debidamente los riesgos de mercado y liquidez de los productos de seguros de vida.

([77]) Caso de ayuda estatal nº C 49/2006 — Remuneración pagada por la distribución de productos financieros postales de ahorros.

7.4.3.5. Estrategias de gestión activa de los fondos

Comparación con el operador francés *La Poste*

(205) En lo que respecta a la comparación que se hace con el rendimiento que obtuvo en 2005 *Efiposte*, la rama financiera del operador postal francés *La Poste*, la Comisión observa que:

— para determinar si se está concediendo ventaja a una empresa, la Comisión no compara situaciones en diferentes Estados miembros,

— la supuesta duración de cinco años de las inversiones de *Efiposte* no está confirmada claramente en el informe anual de *La Poste*/*Efiposte* ([78]),

— las inversiones de *Efiposte* parecen exhibir perfiles de riesgo diferentes de los de PI; *Efiposte* se expone especialmente al riesgo de liquidez, y PI no ([79]),

— la comparación con *Efiposte* que hace Italia se refiere a un año exclusivamente. Este período es demasiado corto para poder extraer conclusiones significativas en el presente caso. La comparación que hace el estudio […] se refiere al período 2004-2005, que difiere del período que cubre el Acuerdo.

(206) Cada punto arriba mencionado es por sí mismo suficiente para argüir que la comparación que hace Italia no es concluyente.

Gestión activa del sistema de trading

(207) Italia sostiene que la gestión activa de tipo sistema de *trading*, invirtiendo en títulos del Estado, puede generar rendimientos adicionales sustantivos superiores a los del mercado de depósitos o del mercado de bonos.

(208) La Comisión no niega que algunas formas de gestión activa puedan, en teoría, generar rendimientos mayores que otras formas de gestión de fondos; pero considera que […] no permite llegar a ninguna conclusión relevante para el presente caso, por las siguientes razones:

i) como observación general, el estudio […] reconoce que es difícil evaluar el efecto de limitar el alcance de la gestión activa de una cartera,

ii) como se indica en el considerando 85, el estudio compara una estrategia de inversión básica («estrategia de referencia»), que combina bonos del Tesoro plurianuales a 10 años (60 %) y bonos del Tesoro a corto plazo ordinarios a tres meses (el 40 %), con un sistema de *trading* activo que

([78]) Además, Italia no ha explicado cómo se calculó el supuesto rendimiento del 4,4 % para 2005, ni […] explica detalladamente cómo se calcula el supuesto rendimiento del 4,45 % para el período 2004-2005.

([79]) Sin embargo, *Efiposte*, la filial del grupo *La Poste* encargada de invertir los recursos de los *Comptes Chèques Postaux* (que son cuentas corrientes) en 2005, se beneficia de los recursos estables que *La Poste* proporciona en forma de *dépôts à terme contractuellement irrévocables* (véase el capítulo 4-5 «Riesgos de liquidez» del informe de actividad de 2005 de *La Banque Postale*/*Efiposte*). La división del riesgo entre *La Poste* y *Efiposte*, que pertenecen a un mismo grupo, difiere de la asumida por PI y el Tesoro.

adopta un enfoque de señalización a largo plazo (al que se refiere como «cartera táctica») ([80]). La métrica del rendimiento se refiere a la cartera de referencia. Las carteras están integradas por valores con un tipo de interés fijo. En este contexto, Italia sostiene que, en un período de 10 años, las carteras de inversión basadas en tipos de interés variable (como el tipo que permite el Acuerdo) se pueden comparar con las carteras de inversión basadas en tipos fijos (como la de referencia que define […]), porque las ganancias de capital compensan las pérdidas de capital. Se arguye que, en un período de 10 años, el rendimiento de las carteras con tipo fijo tiende a ser comparable al de las carteras con tipos variables. Por otra parte, según Italia, la comparación entre la remuneración que prevé el Acuerdo y la remuneración que proporcionan las estrategias de gestión activa del fondo tiene que cubrir un horizonte de tiempo significativo —10 años— para abarcar un ciclo económico completo. En el período desde 2005 hasta la primera mitad de 2007, los tipos de interés subieron, y las estrategias de inversión alternativas basadas en tipos de interés fijo, como las que utiliza […], proporcionaron un rendimiento menor del previsto en el Acuerdo debido a las pérdidas de capital. Pero la Comisión no puede aceptar la metodología o las conclusiones de las autoridades italianas, por las siguientes razones.

— En el ámbito de una evaluación de la ayuda estatal, es necesario hacer previamente un análisis de la posible ventaja que otorga el Acuerdo, basado en la información disponible para las partes en el momento en que se cerró el Acuerdo, a saber, en febrero de 2006. En el momento del establecimiento del Acuerdo que cubría el período 2005-2009, ningún inversor privado habría analizado la serie histórica de tipos en el período 1997-2007. Desde un punto de vista económico, el estudio […] hace un análisis *a posteriori* basado en indicadores financieros relativos al período 1997-2007. Pero las evaluaciones *ex ante* y *ex post* no son comparables ([81]). Primero, no se pueden predecir con fiabilidad las ganancias o las pérdidas de capital reales en el corto plazo. Además, es bien conocida la dificultad de cualquier inversor dado de obtener sistemáticamente resultados superiores a los del mercado, lo que induce a argüir que difícilmente se puede sostener que PI hubiera sido capaz *ex ante* de obtener rendimientos mayores de los normales, incluso a corto plazo. Por consiguiente, la Comisión es de la opinión de que las ganancias o pérdidas de capital no deben tenerse en cuenta aquí, y de que la cuestión que aquí interesa son los rendimientos que se podía esperar que PI obtuviera sobre una base *ex ante* (es decir el componente del tipo de interés en el rendimiento total) ([82]).

— Aun en el caso de que pudiera utilizarse el rendimiento anual medio en un horizonte de tiempo de 10 años con el fin de comparar de forma significativa las diferentes inversiones (como afirman las autoridades italianas), la comparación ha de seguir teniendo en cuenta el rendimiento esperado de las carteras de inversión alternativas durante el período para el que se cerró el Acuerdo [véase también el inciso iii].

— Si hubieran de tenerse en cuenta las ganancias (y pérdidas) de capital derivadas *ex post*, como sugiere Italia, habría que considerar también los factores de riesgo asociados con esas ganancias y pérdidas de capital. Para comparar el rendimiento de carteras diferentes, el rendimiento no se puede disociar del riesgo. Como se indica más adelante [en el inciso iii)], es muy improbable que el comportamiento riesgo-rendimientos de las carteras de gestión activa igualen al del Acuerdo.

([80]) Sobre este tema el estudio […] indica que dicha metodología «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.». ([Este enfoque] compara el nivel actual de rendimientos y la pendiente de la curva de rendimientos en la historia reciente, e indica intercambios basados en las expectativas del nivel de rendimiento y en la reversión media de la pendiente de la curva. Por ejemplo, la estrategia del intercambio implica esencialmente que si los rendimientos son altos, entonces hay que esperar que caigan y posicionar la cartera de inversiones con una vida mayor que la de referencia.).

([81]) De hecho, los rendimientos *ex ante* y *ex post* a menudo adoptan sentidos opuestos. Esto se puede ver con claridad en el caso de los bonos sin cupón. Cuando los rendimientos esperados aumentan (por ejemplo, debido a un aumento de la aversión al riesgo de los inversores), el precio de los bonos sin cupón baja dando lugar a una pérdida inmediata de valor o de capital. Ese precio bajo tenderá entonces al valor nominal con una tasa de rendimiento esperado más alta. Y viceversa.

([82]) Debería tenerse en cuenta también que el mecanismo del Acuerdo no genera ganancias o pérdidas de capital, porque está indexado a parámetros de tipos variables.

— Las carteras de estrategia táctica y de referencia no incorporan el aspecto del riesgo de liquidez. En el presente caso, el riesgo de liquidez lo asume totalmente el prestatario, y no PI. En concreto, en el hipotético caso de que los depositantes retiraran todos a la vez sus depósitos, los fondos necesarios para cubrir la demanda tendrían que ser proporcionados por el prestatario, es decir, el Tesoro, y PI no necesitaría refinanciarse a tipos altos o con pérdidas sustanciales de capital.

— Según Italia, las partes (PI y el Tesoro) no conocían la tendencia futura de la curva de tipos ([83]). Por lo tanto, Italia considera que las elecciones que se plasmaron en el Acuerdo fueron racionales. La Comisión coincide en que cuando se cerró el Acuerdo, sobre la base de la información disponible, la elección de parámetros variables fue racional para las partes. La elección de parámetros variables protegía a las partes del riesgo de pérdidas de capital. La elección de los parámetros en el Acuerdo no es consecuencia de obligaciones legales. Por otra parte, como Italia ha reconocido, el Acuerdo permite a cualquier parte retirarse del contrato si las condiciones de mercado dejan de garantizar la validez del mecanismo para calcular la remuneración del depósito. Estas cláusulas deberían en principio proteger a ambas partes del riesgo que podrían albergar unas condiciones especiales que se dieran en el transcurso de tres años, relacionadas con el mercado o con las características de las cuentas corrientes postales, que pudieran alterar el funcionamiento del mecanismo de remuneración. Así, la Comisión considera que si la elección de parámetros variables hubiera demostrado ser inoportuna, el Acuerdo habría podido modificarse. Esto no sucedió. Por lo tanto, la Comisión considera que, desde un punto de vista metodológico, el uso que hace el estudio […] de las carteras basadas en valores de tipo fijo no es correcto.

La Comisión considera que cada uno de los argumentos que se acaban de exponer es por sí solo suficiente para mostrar que las conclusiones del estudio […] relativas a la gestión activa no puede considerarse que respalden la afirmación de que la remuneración que obtiene PI conforme al Acuerdo está en la línea del mercado.

iii) Como complemento al inciso ii), si la Comisión aceptara el planteamiento utilizado por […] —que no es el caso— los resultados obtenidos por el modelo durante los últimos 10 años habrían sido los siguientes:

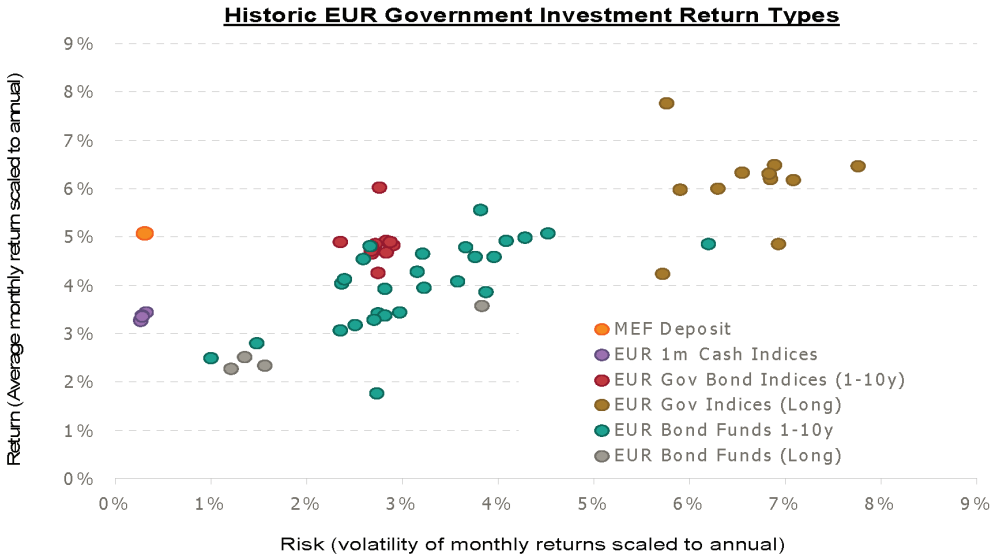
Cuadro 9

(1997 – 2007)	Rendimiento efectivo	Acuerdo	Rendimiento total de referencia	Rendimiento total de la estrategia táctica
Rendimiento medio	3,30 %	5,15 % ([1])	5,02 %	6,78 %
Volatilidad del rendimiento	0,32 %	0,33 %	2,16 %	2,42 %
Índice de Sharpe		146,74	0,93	1,66

([1]) Las autoridades italianas afirman que si se calculan los rendimientos anuales de enero a diciembre, en lugar de desde agosto hasta agosto, y suponiendo que el producto no se reinvierte, el rendimiento neto pagado por el Tesoro de conformidad con los parámetros del Acuerdo es el 4,94 %, en vez del 5,15 % que indica […].

([83]) En aquellos momentos, sin embargo, las partes también sabían que desde 1997 los tipos de interés de CCT fueron más bajos que los de los BTP a 5 y 10 años, salvo en 1997 y 1998. Además, en el momento en el que se cerró el Acuerdo, en febrero de 2006, los tipos de interés de 2005 ya se conocían.

Figura 3



Del cuadro 8 se desprende claramente que el modelo de estrategia táctica genera un rendimiento sustancialmente mayor (176 puntos básicos más) que el rendimiento de de referencia, con un aumento del riesgo muy modesto. Según Italia, esto confirma que la gestión activa puede ser más eficaz que la cartera de referencia.

Pero la cartera de referencia no es el depósito en el Tesoro que contempla el Acuerdo. El perfil riesgo-rendimiento es completamente diferente. Los índices de Sharpe ([84]) de la cartera de referencia y de la cartera de la estrategia táctica son perceptiblemente más bajos que el índice del Acuerdo. Esto no sorprende, porque los mayores rendimientos en las carteras de referencia y de la estrategia táctica, con respecto a los rendimientos conforme al Acuerdo, tienen el coste de un marcado aumento de la volatilidad de esos rendimientos. Además, las carteras de referencia y de estrategia táctica no incorporan el riesgo de liquidez, como deberían.

iv) Considerando el período relevante del Acuerdo, los rendimientos anuales conforme al Acuerdo y según la metodología de un prestatario privado, son más altos que los derivados de la gestión activa de los fondos que reseña […]:

Cuadro 10

(%)

	Rendimiento total de la estrategia de trading ([1])	Renta procedente del interés de la estrategia de trading ([2])	Tipo del Acuerdo	Tipo de un prestatario privado
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
Promedio	2,71	3,31	4,28	3,55

([1]) El rendimiento ha sido ajustado ya con el coste de transacción de 12 puntos básicos que requiere la gestión activa.
([2]) El rendimiento incluye solamente el componente del interés, sin las ganancias o pérdidas de capital, y ya se ha corregido con los 12 puntos básicos identificados por […] como el nivel del coste de transacción que requiere la gestión activa.

([84]) El índice de Sharpe es una medida de la variación del rendimiento de una inversión o de una estrategia comercial por unidad de riesgo (prima de riesgo). Se utiliza para caracterizar el grado en que el rendimiento de un activo compensa al inversor por el riesgo que asume. Cuando se comparan dos activos que tienen el miso rendimiento esperado con la misma referencia, el activo con mayor índice de Sharpe dará más rendimiento con el mismo riesgo. A los inversores se les suele aconsejar que elijan inversiones con índices de Sharpe altos.

v) En 2007, el primer año de verdadera gestión activa del fondo realizada por PI, la cartera tuvo una duración media de […] años, y su rendimiento implícito fue el 5,13 %, del que un 4,13 % se debió a la cartera y un 1 % a la ganancia de capital implícita. La Comisión señala, sin embargo, que las ganancias (o pérdidas) de capital no pueden considerarse en un análisis *ex ante*. Por tanto, no puede comparar de forma concluyente los rendimientos totales de la cartera de referencia y los de la estrategia táctica con los rendimientos totales conforme al Acuerdo. Si acaso, el rendimiento del 4,13 % de la gestión activa en 2007 (fijado sin contar las ganancias de capital, y al parecer sin costes de transacción) es menor que el 4,70 % obtenido conforme al Acuerdo y el 4,23 % que se calcula según la metodología de un prestatario privado. Por otra parte, en 2005 y, por término medio, en el período 2005-2007, los tipos que resultan de la metodología de un prestatario privado son comparables a los de la estrategia de *trading*.

vi) La Comisión observa que el estudio […] también analiza posibles estrategias de inversión para 2008. Estas hipótesis no incumben a la Decisión presente, porque se refieren a eventos obviamente desconocidos en el momento en que se negoció y cerró el Acuerdo.

vii) Italia proclama que el Acuerdo está sujeto a un riesgo de revisión del tipo de interés ([85]) mayor que el de la cartera de referencia y la estrategia táctica. Sin embargo, aunque es verdad que para un período de 10 años el rendimiento medio de un bono a tipo de cambio fijo con un vencimiento de 10 años se conoce por adelantado, el razonamiento de Italia depende crucialmente de la coincidencia entre el horizonte de la inversión y la duración de la cartera del activo. Además, la cartera de referencia y la cartera de la estrategia táctica son cestas de valores con rentas fijas de diversas duraciones. Esto significa que estas están también expuestas a un riesgo de revisión significativo.

(209) En conclusión, los rendimientos que PI puede obtener teóricamente con la gestión activa de los fondos, según el estudio […], no son comparables a los rendimientos que se obtienen aplicando el Acuerdo (o la metodología del prestatario privado), porque los instrumentos financieros subyacentes son diferentes por naturaleza. En especial, los perfiles de riesgo de las distintas clases de inversión difieren sustancialmente. Además, el estudio, que se basa en datos *ex post* (datos que no se conocían en el momento en que se negoció el Acuerdo), no es apropiado para evaluar las ayudas estatales. Por consiguiente, la Comisión afirma que el modelo de gestión activa que el estudio […] explica no revela que la Obligación penalice a PI. Muy al contrario, parece que en 2005-2007, cuando el Acuerdo se aplicó, la gestión activa de los fondos propuesta habría conducido a rendimientos menores que aplicando el Acuerdo y la metodología de un prestatario privado.

Comparación con operadores de mercado presuntamente semejantes

Comparación del margen de interés de PI con el margen de interés de los bancos del sector privado

(210) El estudio […] concluye que el margen de interés de PI en 2005 y 2006 fue menor que el margen de interés medio en el sistema bancario privado italiano.

(211) La Comisión recuerda lo que se afirmó en la decisión de incoar el procedimiento en cuestión: «El análisis de los elementos que constituyen el diferencial entre los tipos de préstamo/depósito es relevante para evaluar si existe ventaja a favor de PI/BancoPosta. La Comisión observa que un diferencial de mercado puede contener elementos de ayuda estatal en ciertas circunstancias, especialmente cuando el tipo de interés de préstamo y el de depósito están fuera del mercado. No es el caso aquí. La Comisión considera que el tipo de interés de depósito que se ofrece para las cuentas corrientes del consumidor último no constituye ayuda estatal a favor de PI/BancoPosta. Especialmente, la determinación de este tipo no incluye una transferencia de recursos del Estado a PI/BancoPosta. Por otra parte, los tipos ofrecidos durante el período afectado parecen estar dentro del rango del mercado, cuando se comparan con tipos de interés ofrecidos por los bancos para productos similares. Finalmente, los beneficiarios de los tipos de interés de depósito son individuos. Por lo tanto, en esa etapa, cuando examina el diferencial, la Comisión llega a la conclusión de que, en el presente caso, la ventaja sólo puede provenir de los tipos de préstamo. El tipo de interés de préstamo pagado por el Estado confiere una ventaja económica si es más alto que el tipo que habría pagado a PI/BancoPosta, en circunstancias de mercado, un prestatario privado por los fondos depositados, acorde a su naturaleza y cantidad».

(212) Sobre la base de la decisión de incoar el procedimiento, por lo tanto, la comparación entre los márgenes de interés de PI y otros bancos del sector privado es irrelevante, y el único elemento que debe analizarse en la actual Decisión es el tipo de interés pagado por el Estado a PI por los fondos depositados.

([85]) El riesgo de revisión hace referencia al hecho de que la refinanciación continua de las inversiones a corto plazo implica un mayor riesgo de tipo de interés que una inversión a largo plazo en la que el horizonte de la inversión es idéntico al tiempo residual hasta el vencimiento, y donde la rentabilidad total iguala al rendimiento.

(213) Por otra parte, no hay ningún banco privado italiano realmente comparable a PI en términos de la estructura de su balance contable. El pasivo de PI está esencialmente compuesto por cuentas corrientes (cuentas corrientes postales). Este no es el caso de los bancos «normales», cuyo pasivo se basa sobre todo en bonos, cuentas corrientes, cuentas de ahorro, etc.

(214) La Comisión señala también que PI no está autorizado a prestar dinero a sus clientes; los préstamos personales y las hipotecas se ofrecen en nombre de otros bancos.

(215) En conclusión, los márgenes de interés de PI y los de los bancos privados son diferentes en términos de su composición, y no pueden compararse de forma significativa.

Comparación de los cambios en los vencimientos del pasivo y el activo de PI con los de los operadores comparables en el sector privado

(216) El estudio […] indica que las cuentas corrientes postales de PI son un pasivo a largo plazo, dada la alta diversificación y el comportamiento estable de sus clientes. También indica que es práctica común en el sistema bancario financiar activos a largo plazo utilizando principalmente depósitos. A este respecto, el estudio compara los enfoques del pasivo y el activo de PI con los de los bancos privados que invierten sus fondos en préstamos al sector público (Depfa, Dexia, CCF, etc.).

(217) Según […], esos bancos adoptan el mismo enfoque que PI, puesto que invierten en valores públicos muy a largo plazo (superior a 15 años), y obtienen fondos de una combinación de fuentes a corto plazo y a largo plazo. En especial, captan alrededor del 50 % de sus requisitos sobre una base a medio-largo plazo, financiando el resto a corto plazo (en transacciones de recompra con el Banco Central Europeo y depósitos procedentes de intermediarios financieros), e invierten sus fondos en préstamos a los poderes públicos, generalmente con vencimientos de 10 a 50 años. Sobre la base de lo que se acaba de afirmar, […] concluye que el modelo de gestión de activo y pasivo de PI (ALM) es similar al de los operadores comparables en el mercado, si no más prudente todavía.

(218) La Comisión considera que no se puede extraer ninguna conclusión de la comparación entre la gestión de activo y pasivo de PI y la de otros operadores comparables por las siguientes razones.

(219) En primer lugar, la estructura del pasivo de PI no es comparable a la de los operadores comparables en el mercado: casi el 90 % del pasivo de PI está compuesto por cuentas corrientes postales, mientras que apenas el 50 % del pasivo de los bancos privados que invierten en activos del sector público está formado por transacciones de recompra y depósitos a corto plazo, procediendo el resto de fondos a medio y largo plazo.

(220) En segundo lugar, la comparación con otros bancos está también viciada por el hecho de que PI no corre los riesgos a los que ellos están expuestos y por los que esperan ser compensados en términos de mercado.

(221) En tercer lugar, […] señala acertadamente que La Banque Postale no se puede comparar con PI desde 2006, porque La Banque Postale empezó a prestar al sector privado en ese año ([86]); y por las mismas razones no se puede extraer ninguna conclusión significativa de la comparación de PI con los bancos privados que operan en el sector público, porque estos también proporcionan financiación fuera del sector público (por ejemplo, casi el 50 % de los préstamos de Dexia son para clientes no públicos).

(222) Cuarto, como ya se indicó antes con respecto a la comparación con *Efiposte/La Poste,* la Comisión, para determinar si se ha otorgado una ventaja a una empresa, no compara la situación en diferentes Estados miembros.

(223) Para poner fin a la comparación con los presuntos operadores comparables en el mercado, la Comisión observa que «el efectivo de CDP SA está depositado en una cuenta corriente remunerada por el Tesoro del Estado Central nº 29814, llamada "Cassa DP SA — gestione separata". De conformidad con el artículo 6, apartado 2, del Decreto del Ministerio de Asuntos Económicos y Finanzas, de 5 de diciembre de 2003, el interés sobre los fondos en esa cuenta se paga semestralmente a un interés variable a seis meses equivalente a la media aritmética simple del rendimiento bruto de los bonos del Tesoro ordinarios a seis meses y del movimiento del índice Rendistato. Desde el 1 de enero de 2006, tras la fusión de Infrastrutture SA en CDP SA (artículo 1, apartado 79 y siguientes de la Ley nº 266 del 23 de diciembre de 2005), la cuenta corriente remunerada nº 20347, en nombre del ISPA, se renombró "Cassa DP SA —gest. Patrimonio TAV". El Ministerio de Asuntos Económicos y Finanzas paga un interés semestral sobre los depósitos en esta cuenta a un tipo equivalente al rendimiento medio de los bonos del Tesoro a corto plazo ordinarios a seis meses emitidos durante el semestre inmediatamente anterior. Para poder hacer uso de los servicios de tesorería y desembolso realizados por Banca d'Italia, CDP SA sigue utilizando la cuenta corriente no remunerada nº 29815, llamada "CDP SA — pagamenti". Con el uso cada vez mayor de los sistemas interbancarios

([86]) En la página 15 del estudio […], se señala que «2006 no se puede considerar para hacer la comparación porque *La Banque Postale* (la nueva entidad tras la transformación de *Efiposte* en un banco comercial) inició su actividad de crédito al sector privado».

de pago ha disminuido de forma considerable el recurso al canal del Tesoro Nacional para los pagos y los cobros.» ([87]) La Comisión es consciente de la dificultad de sacar conclusiones útiles de las comparaciones entre PI y los operadores que supuestamente son comparables, porque difieren de PI en varios aspectos. De todo lo afirmado se desprende, sin embargo, que no siempre se remunera a los intermediarios financieros que invierten en el sector público, como CDP, conforme a parámetros a largo plazo ([88]).

(224) Esto confirma la opinión de la Comisión de que la comparación entre PI y los operadores comparables en el mercado no proporciona conclusiones relevantes para la Decisión presente.

(225) La Comisión concluye que las comparaciones anteriores entre los márgenes de interés de PI y los márgenes de interés de los bancos que operan en el sector privado, y entre los cambios en los vencimientos de PI y los de los operadores especializados en la financiación del sector público, son irrelevantes y no demuestran que el Acuerdo no otorga ventaja a PI.

7.4.3.6. Conclusiones

(226) En resumen, el tipo de interés previsto en el Acuerdo se puede comparar con el tipo para las inversiones alternativas en una perspectiva riesgo-rendimientos. Con un nivel de riesgo similar, el Acuerdo proporciona rendimientos más altos que las inversiones alternativas, y para rendimientos semejantes está sujeto a menos riesgos.

(227) Italia misma considera que el depósito en el Tesoro tiene un coeficiente de riesgo-rendimiento más alto del que tendría una cartera de tipo de cambio fijo. La Comisión considera que el planteamiento desde una perspectiva riesgo-rendimiento es más apropiado que un análisis basado exclusivamente en los rendimientos.

(228) La Comisión concluye que de no haber existido la Obligación durante el período en cuestión, las posibles inversiones alternativas no habrían permitido a PI obtener unos rendimientos similares o mejores, desde una perspectiva de riesgo-rendimiento, que los que obtuvo conforme al Acuerdo.

(229) Se confirma, por lo tanto, la conveniencia de la metodología del prestatario privado.

7.4.4. *Observaciones complementarias*

7.4.4.1. La naturaleza del papel de PI

(230) En la decisión de incoar el procedimiento de septiembre de 2006 la Comisión señala que, dada la posición específica de PI, era posible que no se dispusiera de ningún término de comparación en el mercado. En estas circunstancias, la Comisión tenía que fijar el coste de PI por operar la cuenta y añadir un margen razonable. Este proceder se justificaba también si la Comisión hubiera considerado que PI actuaba simplemente como captador de fondos para el Estado a través de sus numerosas y ubicuas oficinas de correos.

(231) Como se explica en el capítulo 7.4.2, la Comisión está convencida de que es posible establecer términos de comparación en el mercado basándose en el criterio del prestatario prudente que opera en una economía de mercado.

(232) La Comisión considera que el papel de PI no se limita en modo alguno a ser un conducto para captar fondos para el Estado. PI ha llevado a cabo una política activa de desarrollo de sus actividades bancarias, especialmente aumentando el atractivo de su cuenta corriente postal. Además, en otra Decisión relativa a PI tomada en noviembre de 2006 ([89]), en un caso donde el operador postal estaba distribuyendo libretas de ahorro postales en nombre de CDP, y pasando el dinero captado a CDP, la Comisión consideró que esa actividad no era equivalente a la que realiza un canalizador; la remuneración pagada a PI se basó en los depósitos anuales medios en las libretas de ahorro. Finalmente, ni siquiera ABI considera que la remuneración de PI debiera basarse en sus costes.

([87]) Informe anual del balance de 2006 de CDP SA. El informe anual de CDP SA de 2005 señala que «el efectivo de CDP SA está depositado en una cuenta corriente remunerada por el Tesoro del Estado Central nº 29814, llamada "Cassa DP SA — gestione separata"». De conformidad con el artículo 6, apartado 2, del Decreto del Ministerio de Asuntos Económicos y Finanzas, de 5 de diciembre de 2003, el interés sobre los fondos en esa cuenta se paga semestralmente a tipo variable a seis meses equivalente a la media aritmética simple del rendimiento bruto de bonos del Tesoro ordinarios a seis meses y el movimiento del índice Rendistato.

([88]) Por otra parte, según las cuentas anuales de CDP de 2005, el coste medio de financiación fue del 2,3 %, y el diferencial entre los tipos del activo y el pasivo fue el 1,5 %.

([89]) Decisión 2007/C 31/05 de la Comisión, de 26 de noviembre de 2006, remuneración pagada por la distribución de los productos financieros postales de ahorro (véase el DO C 31 de 13.2.2007, p. 11).

7.4.4.2. Comparación con el coste de la financiación del Tesoro a medio/largo plazo

(233) Italia sostiene que el coste de la financiación del Tesoro a medio y largo plazo es a menudo más alto que el tipo que prevé el Acuerdo (considerandos 77 y siguientes).

(234) La Comisión señala que:

— una comparación con la financiación a medio y largo plazo solamente no es suficiente. Italia no ha demostrado de forma convincente que las cuentas corrientes postales sirvan solamente para financiar las necesidades de tesorería a medio y largo plazo. La Comisión considera, al contrario, que se utiliza el depósito para cubrir las necesidades generales del Tesoro,

— alrededor del 60 % de las emisiones del Tesoro son instrumentos a corto plazo (BOT y CTZ), con un vencimiento no superior a dos años. El vencimiento medio de los instrumentos financieros que Italia emitió en el período 2001-2005 (CCT, CTZ, BTP, BOT) rondó los cuatro años,

— el tipo medio de esas emisiones fue el 2,47 % en 2005, el 3,32 % en 2006 y el 4,14 % en 2007 ([90]), muy inferiores a los tipos del Acuerdo,

— en el cuadro 3, los porcentajes «promedio» se han calculado para el período desde 2001 hasta el año en cuestión. Por ejemplo, el porcentaje del 4,7 % en 2003 es la media para 2001, 2002 y 2003. Por otra parte, el tipo medio calculado por Italia se basa en fondos procedentes de la emisión de bonos a 5-10-15-30 años, mientras que el tipo del Acuerdo incluye un componente a corto plazo. La Comisión considera, también, que no existe ninguna razón lógica para que Italia excluyera del cómputo los bonos a tres años, pues estos también se podían considerar instrumentos a medio plazo. La Comisión es de la opinión de que los hechos no justifican el uso de este análisis metodológico.

(235) Una vez más, cada uno de los argumentos que se acaban de exponer es suficiente por sí solo para demostrar que la comparación que presenta Italia no es concluyente.

([90]) Serie *Le emissioni del Tesoro*, 2005, 2006 y 2007 disponible en http://www.tesoro.it/publicdebt y http://www.dt.tesoro.it

7.4.4.3. Otros argumentos

(236) Para demostrar que el rendimiento que obtiene PI por los depósitos que tiene que mantener en el Tesoro es factible en los mercados financieros con un perfil comparable de riesgo, Italia ha mencionado una hipotética operación de permuta financiera a un año contra el tipo del Acuerdo. Sobre la base de las condiciones de mercado actuales, Italia sostiene que el valor de esa transacción sería el Euribor a seis meses más un diferencial del 1 % a finales de 2005, 0,40 % a finales de 2006 y 0,30 % en octubre de 2007. Antes de presentar un examen mucho más detallado del coste de oportunidad de la Obligación, […] indica que el tipo de interés a corto plazo que PI tendría que pagar en el mercado a cambio del rendimiento pagado por el Tesoro (una «operación a vencimiento fijo») es el Euribor a seis meses más un diferencial de 0,43 %. La Comisión considera que este argumento, que no ha sido explicado, no es ni apropiado ni relevante para el presente análisis.

7.4.4.4. Respuestas a las observaciones restantes de ABI

(237) ABI afirma que las dos cuentas remuneradas por el Tesoro abiertas por CDP pagan un interés cada seis meses a un tipo variable equivalente a la media aritmética simple del rendimiento bruto de los bonos del Tesoro ordinarios a seis meses y la fluctuación del índice mensual Rendistato.

(238) La Comisión expone los siguientes argumentos:

— la naturaleza de los recursos CDP es diferente de la de las cuentas corrientes de los clientes de PI. Los recursos CDP consisten principalmente en ahorros postales ([91]), mientras los recursos de PI proceden de cuentas corrientes postales,

— al igual que la remuneración pagada a PI por los fondos depositados en el Tesoro, la remuneración pagada a CDP incluye tanto un componente a corto plazo, que supone el 50 %, como un componente a medio-largo plazo que supone el otro 50 %. La diferencia entre los dos mecanismos de remuneración radica principalmente en el peso de cada uno de los componentes. Sin embargo, ABI no ha proporcionado datos sobre la estabilidad o volatilidad de los recursos CDP, que hubieran contribuido a determinar la naturaleza, la duración media y el peso de los depósitos de CDP.

([91]) En 2005, del balance contable total de 150 000 millones EUR, 122 000 millones provenían de los ahorros postales, y en 2006, del balance contable total de 181 000 millones EUR, 145 000 millones provenían de los ahorros postales (*fuente*: Informe anual de CDP de 2005 y 2006).

(239) Por lo tanto, no puede hacerse ninguna comparación concluyente entre las cuentas CDP en el Tesoro y la cuenta de PI.

7.5. **Legitimidad y compatibilidad de la ayuda estatal**

(240) Italia no notificó por adelantado este nuevo régimen de ayudas y, por lo tanto, lo ha puesto en vigor ilegalmente, contraviniendo el artículo 88, apartado 3, del Tratado.

(241) Debe determinarse ahora si la ayuda es compatible con el mercado común en virtud de alguna de las excepciones previstas en el artículo 87, apartados 2 y 3, del Tratado CE.

(242) La ayuda no es compatible con el artículo 87, apartado 2. No es una ayuda de carácter social concedida a los consumidores individuales; tampoco es una ayuda para reparar los perjuicios causados por desastres naturales o por otros acontecimientos de carácter excepcional; ni tampoco es una ayuda para favorecer la economía de determinadas regiones de la República Federal de Alemania, afectadas por la división de Alemania.

(243) Por lo que se refiere a las excepciones que contempla el artículo 87, apartado 3, letras b) y d), la ayuda en cuestión no está destinada a fomentar la realización de un proyecto importante de interés común europeo, o a poner remedio a una grave perturbación de la economía italiana, ni a promover la cultura o la conservación del patrimonio.

(244) El artículo 87, apartado 3, letra c), afirma que la ayuda se puede considerar compatible si está destinada a facilitar el desarrollo de determinadas actividades económicas o de determinadas regiones económicas, siempre que esa ayuda no altere las condiciones de los intercambios comerciales en forma contraria al interés común; la medida en cuestión no se refiere a la inversión o a la creación de empleo, y constituye una ayuda operativa no sujeta a condiciones. De conformidad con la práctica establecida de la Comisión, no se puede considerar que esa ayuda facilite el desarrollo de determinadas actividades económicas o de determinadas regiones económicas.

(245) La ayuda se aplica uniformemente en todo el país, por lo que no se puede considerar compatible con la disposición para el desarrollo regional del artículo 87, apartado 3, letras a) o c).

(246) La Comisión considera que se trata de una ayuda operativa que no se puede considerar destinada a favorecer el desarrollo de ciertas actividades económicas conforme al artículo 87, apartado 3, letra c), especialmente porque esa disposición requiere que la ayuda «no altere las condiciones de los intercambios en forma contraria al interés común», una condición que, en opinión de la Comisión, no se cumple en el presente caso. La ayuda no se orienta hacia un objetivo general de interés común. Por último, el hecho de que atañe sólo a PI no cambia la conclusión de la evaluación, porque los efectos en el comercio entre los Estados miembros y los efectos de una ayuda operativa de esta clase en lo tocante al falseamiento de la competencia son particularmente sensibles en los sectores financiero y postal en los que opera PI.

(247) Italia nunca ha invocado ninguna de estas excepciones.

(248) En conclusión, el régimen de ayudas no es compatible con el mercado común y debe suprimirse.

(249) Habrá que basar cualquier acuerdo relativo a la remuneración que debe pagar el Tesoro a PI por los depósitos no afectados por la Ley de Finanzas de 2007 en un análisis detallado de la naturaleza de los fondos y de los riesgos que asumen las partes. La Comisión observa que los resultados del estudio […] y de las estadísticas anteriores a 2007 no pueden utilizarse sin una investigación ulterior, porque la naturaleza de los fondos puede haber cambiado. El estudio […] y las estadísticas se basan principalmente en depósitos que son propiedad de clientes privados, mientras que ningún fondo transferido al Tesoro desde 2007 proviene fundamentalmente de este tipo de clientes.

7.6. **Recuperación**

(250) El artículo 14 del Reglamento nº 99/1999 establece que cuando se adoptan decisiones negativas en casos de ayuda ilegal, la Comisión decidirá que el Estado miembro interesado tome todas las medidas necesarias para obtener del beneficiario la recuperación de la ayuda. Pero la Comisión no exigirá la recuperación de la ayuda si ello fuera contrario a un principio general del derecho comunitario.

(251) La Comisión considera que, en el presente caso, no hay ningún principio general de Derecho comunitario que obstaculice la recuperación.

(252) Para determinar lo que debe recuperarse, hay que considerar cómo se puede restaurar el *statu quo* previo, y hay que evaluar si hay una estrategia alternativa de inversión que habría concedido una ventaja similar a PI si no hubiese existido la ayuda ilegal y de conformidad con las normas nacionales que son compatibles con el Derecho comunitario. La Comisión es de la opinión de que no se puede derivar ninguna situación «normal» de las inversiones alternativas contradictorias que ha sugerido Italia. La recuperación no puede determinarse a la luz de las diversas transacciones que podrían haber sido realizadas por las empresas si no hubieran optado por el tipo de operación que acompañó a la ayuda. Esto significaría reconstruir eventos pasados sobre la base de elementos hipotéticos. El único punto de referencia que la Comisión puede utilizar es la metodología derivada del principio del prestatario privado que opera en una economía de mercado.

(253) La cantidad que debe recuperarse para restaurar la situación previa, por lo tanto, es la diferencia entre i) la cantidad anual pagada a PI conforme al Acuerdo, y ii) la cantidad resultante de la aplicación del enfoque del prestatario privado (véanse los cuadros 6 y 6a).

8. **LA LEY DE FINANZAS DE 2007**

(254) Obviamente la Ley de Finanzas de 2007 no se mencionó en la decisión de incoar el procedimiento. Sin embargo, sí puede evaluarse sin dificultad alguna a la luz de las normas de ayuda estatal.

(255) Conforme a la Ley de Finanzas de 2007, los fondos que PI capta de clientes privados en el trascurso de sus actividades empresariales bancarias postales debe invertirlos PI en bonos del Estado de la zona del euro. El interés pagado por tales bonos no contiene ningún elemento de ayuda estatal, pues no confiere ninguna ventaja selectiva.

9. **CONCLUSIÓN**

(256) La Comisión concluye que Italia ejecutó ilegalmente el plan de ayudas consistente en el pago del tipo del préstamo por parte del Tesoro para los depósitos colocados por PI conforme a la Ley de Finanzas de 2006 y al Acuerdo, infringiendo el artículo 88, apartado 3, del Tratado.

(257) El régimen debe suprimirse. Las ayudas estatales ilegales e incompatibles deben recuperarse.

(258) La ley de Finanzas de 2007 no implica ayuda estatal.

HA ADOPTADO LA PRESENTE DECISIÓN:

Artículo 1

El régimen de ayudas estatales relativo a la remuneración de las cuentas corrientes de Poste Italiane abiertas en la Tesorería del Estado, instituido en virtud de la Ley nº 266 de 23 de diciembre de 2005 y del Acuerdo de 23 de febrero de 2006 entre el Ministerio de Economía y Finanzas y Poste Italiane, ejecutado ilegalmente por Italia infringiendo el artículo 88, apartado 3, del Tratado, es incompatible con el mercado común.

Artículo 2

Italia suprimirá el régimen mencionado en el artículo 1 con efecto a partir de la fecha de adopción de la presente Decisión.

Artículo 3

1. Italia procederá a recuperar de los beneficiarios la ayuda incompatible concedida en el marco del régimen mencionado en el artículo 1.

2. El importe que debe recuperarse será igual a la diferencia entre la remuneración anual de las cuentas corrientes de Poste Italiane abiertas ante la Tesorería del Estado abonada en virtud del Acuerdo mencionado en el artículo 1 y la cantidad derivada de la aplicación del criterio del prestatario prudente que opera en una economía de mercado, como se muestra en el cuadro 6a de la presente Decisión.

3. Las sumas pendientes de recuperación devengarán intereses desde la fecha en que se pusieron a disposición del beneficiario hasta la de su recuperación.

4. Los intereses se calcularán sobre una base compuesta de conformidad con el capítulo V del Reglamento (CE) nº 794/2004 y del Reglamento (CE) nº 271/2008, que modifica el Reglamento (CE) nº 794/2004.

5. Italia cancelará todos los pagos pendientes de la ayuda concedida en virtud del régimen mencionado en el artículo 1 con efecto a partir de la fecha de adopción de la presente Decisión.

Artículo 4

1. La recuperación de la ayuda mencionada en el artículo 1 será inmediata y efectiva.

2. Italia ejecutará la presente Decisión dentro de los cuatro meses siguientes a la fecha de su notificación.

Artículo 5

1. En el plazo de dos meses a partir de la notificación de la presente Decisión, Italia transmitirá a la Comisión la siguiente información:

a) el importe total (principal e intereses) que debe recuperarse del beneficiario,

b) una descripción detallada de las medidas ya adoptadas y previstas para atenerse a la presente Decisión,

c) documentos que demuestren que se ha ordenado al beneficiario que reembolse la ayuda.

2. Italia mantendrá informada a la Comisión sobre el estado de avance de las medidas nacionales adoptadas en aplicación de la presente Decisión hasta que se haya recuperado totalmente la ayuda mencionada en el artículo 1. Presentará inmediatamente, a simple petición de la Comisión, información sobre las medidas ya adoptadas y previstas para el cumplimiento de la presente Decisión. También proporcionará información detallada sobre los importes de la ayuda y los intereses ya recuperados del beneficiario.

Artículo 6

El destinatario de la presente Decisión será la República Italiana.

Hecho en Bruselas, el 16 de julio de 2008.

Por la Comisión

Neelie KROES

Miembro de la Comisión