II

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

DECISÕES

COMISSÃO

DECISÃO DA COMISSÃO

de 16 de Julho de 2008

relativa ao auxílio estatal concedido pela Itália para remuneração de contas à ordem detidas pela Poste Italiane junto do Tesouro [C 42/06 (ex NN 52/06)]

[notificada com o número C(2008) 3492]

(Apenas faz fé o texto em língua italiana)

(Texto relevante para efeitos do EEE)

(2009/178/CE)

A COMISSÃO DAS COMUNIDADES EUROPEIAS,

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

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

Após ter convidado as partes interessadas a apresentarem as suas observações nos termos dos referidos artigos e tendo em conta as referidas observações ([1]),

Considerando o seguinte:

1. **PROCEDIMENTO**

(1) Por carta de 30 de Dezembro de 2005, a *Associazione Bancaria Italiana* (ABI) apresentou uma denúncia à Comissão relativa a diversas medidas que, alegadamente, beneficiavam as actividades bancárias da *Poste Italiane SpA* (PI). A denúncia referia-se, nomeadamente, ao facto de a Itália pagar uma taxa de juro de cerca de 4 % sobre fundos mobilizados através de contas postais à ordem e depositados numa conta à ordem junto do Tesouro, enquanto as contas postais à ordem propriamente ditas eram remuneradas a uma taxa de cerca de 1 %. O diferencial entre as taxas de depósito e empréstimo ([2]) da PI seria mais elevado do que o diferencial de «mercado» relevante, constituindo assim um auxílio estatal.

(2) Por carta de 7 de Fevereiro de 2006, a Comissão colocou várias questões às autoridades italianas. Após ter solicitado uma prorrogação do prazo de resposta, a Itália respondeu por carta de 21 de Abril de 2006, tendo sido realizada uma reunião com as autoridades italianas e os representantes da PI em 30 de Março de 2006.

(3) Por carta de 26 de Setembro de 2006, a Comissão informou a Itália de que decidira dar início ao procedimento previsto no n.º 2 do artigo 88.º do Tratado CE relativamente à medida acima mencionada.

(4) A decisão da Comissão de dar início ao referido procedimento foi publicada no *Jornal Oficial da União Europeia* ([3]). A Comissão convidou os interessados a apresentarem as suas observações. As autoridades italianas apresentaram as suas observações por cartas de 31 de Outubro e 29 de Dezembro de 2006 e a ABI por carta de 27 de Dezembro de 2006. Para dar às autoridades italianas a oportunidade de responder, a Comissão transmitiu-lhes as observações da ABI por carta de 15 de Janeiro de 2007, tendo as autoridades italianas apresentado as suas observações por carta de 16 de Fevereiro de 2007.

(5) A Comissão solicitou informações adicionais por carta de 21 de Fevereiro de 2007, à qual a Itália respondeu por cartas de 30 de Março, 2 de Abril e 1 de Junho de 2007.

(6) Em 28 de Junho e 24 de Outubro de 2007 foram realizadas duas reuniões com as autoridades italianas e representantes da PI. No seguimento da última reunião, a Comissão solicitou informações adicionais por carta de 25 de Outubro de 2007, à qual a Itália respondeu em 27 de Novembro de 2007.

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

([2]) A taxa de empréstimo corresponde à taxa de juro que a PI recebe do Tesouro pelos fundos depositados junto do mesmo. A taxa de juro aplicável aos depósitos corresponde à taxa de juro que a PI paga aos titulares das contas postais à ordem.

([3]) Ver nota 1 acima.

(7) A Itália enviou informações suplementares em 29 de Fevereiro de 2008, tendo sido realizada uma nova reunião entre as autoridades italianas e a Comissão em 4 de Março de 2008.

(8) A Comissão solicitou informações adicionais em 5 de Março e 3 de Abril de 2008, tendo a Itália respondido em 7 de Março e 23 de Abril de 2008, respectivamente.

2. ACTIVIDADE DA PI E DA BANCOPOSTA — MERCADOS RELEVANTES

(9) A PI é o prestador do serviço postal universal na Itália, incumbindo-lhe uma obrigação de serviço postal universal [4] imposta pela legislação italiana que rege este serviço [5]. O serviço de interesse económico geral confiado à PI não inclui serviços financeiros.

(10) Para além da prestação do serviço postal universal, a PI oferece produtos e serviços integrados de comunicação, logística e financeiros em toda a Itália. No quadro seguinte são apresentados os principais números para 2006 relativos à PI [6]:

N.º total de empregados (média anual)	151 470
Áreas regionais	9
Agências	140
Postos de correios	13 893
PRINCIPAIS INDICADORES FINANCEIROS DO GRUPO POSTE ITALIANE	*Milhões de EUR*
Volume de negócios	17 055,6
Receitas de vendas e serviços	15 932,2
dos quais:	
— serviços postais	5 339,4
— serviços financeiros	4 382,5
— serviços de seguros	5 993,6
— outros serviços	216,7
Outras receitas	1 123,3
Lucro líquido	675,7
SERVIÇOS POSTAIS	Volume (número de artigos)
Produtos e serviços	
Correio (normal, prioritário, registado, valor declarado, documentos legais, outros tipos de correio)	3 522 792 200
Correio comercial (serviço *Postatarget*, catálogos, correio não endereçado, etc.)	1 887 699 700
Publicações periódicas (material impresso, ofertas, livros, etc.)	1 216 045 800
Telegramas, fax, telex	17 442 800
Correio expresso (Poste Italiane e SDA)	46 284 600
Encomendas	16 052 000
POUPANÇAS POSTAIS	
Cadernetas de poupança, certificados de poupança e contas à ordem: total	282 408 milhões de EUR
Apólices de seguros de vida: apólices emitidas	5 989 milhões de EUR
Conto Bancoposta: número de contas à ordem	4 880 000
Carta Postepay: número de cartões emitidos	2 801 000

[4] O serviço postal universal compreende o envio de correspondência e material impresso endereçado até 2 kg de peso e de encomendas postais até 20 kg de peso, bem como um serviço de envios registados e de envios com valor declarado.

[5] Decreto n.º 261, de 22 de Julho de 1999, publicado na GURI n.º 182 de 5.8.1999, e Decreto do Ministério das Comunicações, de 17 de Abril de 2000, publicado na GURI n.º 102 de 4.5.2000.

[6] *Fonte:* sítio *web* da PI, Fevereiro de 2008.

(11) De acordo com o relatório anual, o serviço postal representou 33,5 %, os serviços financeiros 27,5 % e a actividade de seguros 37,6 % do volume total de negócios do grupo em 2006. Os serviços financeiros contribuíram em 82 % para os lucros operacionais do grupo PI, enquanto a contribuição dos serviços de seguros foi de 18,7 %. Os serviços postais sofreram um prejuízo operacional de 4 milhões de EUR.

(12) As actividades bancárias da PI são exercidas através de uma divisão plenamente integrada, denominada Bancoposta.

(13) Antes de Dezembro de 2003, a PI era uma entidade detida a 100 % pelo Estado italiano. Em Dezembro de 2003, o Estado transferiu 35 % do capital social da PI para a *Cassa Depositi e Prestiti* (CDP). A CDP tinha sido um organismo estatal até finais de 2003, altura em que foi transformada em sociedade anónima (SpA). Desde então, apesar da transferência de 30 % do seu capital social para 65 fundações bancárias ([7]), a CDP manteve-se sob o controlo do Estado.

(14) A PI é controlada pelo Estado.

2.1. **Serviços postais**

(15) De acordo com um estudo recente ([8]), o mercado postal italiano era relativamente aberto antes da entrada em vigor da primeira Directiva Postal ([9]). A distribuição de correio directo e híbrido já era permitida a outros operadores para além da PI. Alguns operadores de correio locais eram subcontratados pela PI para a distribuição de cartas. Após a entrada em vigor da directiva, a entrega de correio híbrido tornou-se parte da área reservada, levando ao termo das relações de subcontratação. A entrada e saída de correio internacional pertencem inteiramente à área reservada à PI. Em 1 de Janeiro de 2003, a legislação italiana transpôs a segunda Directiva Postal, respeitante à total abertura à concorrência do mercado postal comunitário até 1 de Janeiro de 2009: a directiva limita a área reservada a cartas até 100 g de peso e três vezes a tarifa básica aplicável ao correio prioritário ([10]). A partir de 1 de Janeiro de 2006, a área reservada é limitada a cartas até 50 g de peso e duas vezes e meia a tarifa básica aplicável ao correio prioritário ([11]). O mercado postal passou a estar relativamente aberto à concorrência *de jure*, desde a liberalização da entrega de correio directo. As disposições em matéria de acesso não são consideradas estritas ([12]).

(16) Em 19 de Outubro de 2006, a Comissão propôs uma nova Directiva Postal respeitante à plena realização do mercado único dos serviços postais da Comunidade. Esta Directiva entrou em vigor em 27 de Fevereiro de 2008 e prevê a abolição dos monopólios legais nos serviços postais até 31 de Dezembro de 2010, embora alguns Estados-Membros possam prorrogar este prazo até Dezembro de 2012 ([13]).

([7]) De acordo com o artigo 5.º do Decreto-Lei n.º 269 de 30 de Setembro de 2003, convertido em lei em 24 de Novembro de 2003, as acções da CDP foram transferidas para o Estado. As fundações e outras entidades públicas ou privadas podem deter acções que, em conjunto, não podem ser maioritárias.

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

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

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

([11]) Decreto 383, de 23 de Dezembro de 2003, publicado na GURI n.º 22 de 28.1.2004.

([12]) Ver nota 8.

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

2.2. **Serviços financeiros**

(17) O Decreto presidencial n.º 144 de 14 de Março de 2001 estabelece as normas que regem os serviços bancários e financeiros que podem ser fornecidos pela PI; estas actividades são desenvolvidas pela Bancoposta. Estes serviços incluem a mobilização de poupanças do público sob todas as formas; a oferta de serviços de pagamento; o câmbio de divisas; a promoção e colocação de empréstimos concedidos por bancos e outros intermediários autorizados; a execução de alguns serviços de investimento (operações sobre contas de terceiros e colocação e recepção de ordens, excluindo assim operações sobre contas próprias e a gestão da carteira individual, pelo menos até 2007). A PI está expressamente proibida de fornecer serviços de financiamento.

(18) A Bancoposta pode ser considerada uma entidade de depósito e um intermediário financeiro. Embora não seja um banco, utiliza as várias agências de correios da PI para as suas próprias operações e para oferecer serviços bancários e outros produtos financeiros.

(19) Os seus 13 893 balcões, com uma distribuição média de pelo menos um por município, tornam a PI na principal rede bancária de Itália e devem ser considerados uma mais-valia e não um risco: a maior parte dos seus custos é suportada por estes serviços financeiros, pelo que não são considerados como um ónus para o prestador do serviço postal universal ([14]).

(20) A sociedade de notação Fitch revela, num relatório publicado em 2004, que a PI/Bancoposta tem «uma capacidade para chegar à população [italiana] em geral que não pode ser alcançada pelos bancos nacionais num futuro próximo» ([15]). A Fitch considera ainda que a PI colocou «o desenvolvimento de serviços financeiros no centro da [sua] estratégia».

(21) A PI disponibiliza uma vasta gama de serviços financeiros em concorrência com os serviços oferecidos pelo sistema bancário:

— serviços de mobilização directa e indirecta de poupanças e empréstimos,

— serviços de pagamento,

— colocação de produtos financeiros e de investimento.

(22) A PI mobiliza depósitos directamente através de contas postais à ordem. No quadro 1 são apresentadas as médias anuais do total de depósitos em contas postais à ordem durante o período 1995-2006:

Quadro 1

(mil milhões de EUR)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	(2006)
Média de depósitos	[…] (*)	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	([…])

(*) Segredo comercial.

(23) Em 2001, a PI lançou a «Conto BancoPosta» ou conta BancoPosta, uma conta postal à ordem comparável a uma conta bancária à ordem normal. Antes do lançamento da conta BancoPosta, a conta postal à ordem não era um instrumento de retalho adequado, dada a inexistência de serviços associados (como cartões de crédito e de débito). Este tipo de contas destinava-se sobretudo à administração pública e às empresas com elevado volume de facturação (serviços nacionais de utilidade pública).

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

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

(24) De acordo com dados fornecidos pela Itália, a quota do mercado italiano de contas à ordem detida pelas contas postais à ordem durante o período 2000-2007 era a seguinte:

Data de fecho de contas	Quota de mercado
31 de Dezembro de 2000	[3-8] %
31 de Dezembro de 2001	[3-8] %
31 de Dezembro de 2002	[3-8] %
31 de Dezembro de 2003	[3-8] %
31 de Dezembro de 2004	[3-8] %
31 de Dezembro de 2005	[3-8] %
31 de Dezembro de 2006	[3-8] %
31 de Dezembro de 2007	[3-8] %

(25) A ABI refere que a actividade de mobilização directa de fundos da PI aumentou a um ritmo superior ao dos seus concorrentes do sector bancário. Entre 1999 e 2004, a mobilização directa de fundos pelos bancos aumentou 36 %, comparativamente com um aumento de 94 % das contas postais à ordem ([16]). A ABI argumenta que o crescimento dos depósitos directos registado pela PI afectou significativamente a mobilização de fundos pelos bancos: em 1999, as contas postais representavam 2,2 % da mobilização directa de fundos pelos bancos e pelo serviço postal em conjunto; em 2004, esta percentagem tinha aumentado para 3,1 %. A ABI considera que este crescimento se deve principalmente às condições atraentes que a PI oferece aos titulares das contas para serviços idênticos. Por exemplo, a taxa média para depósitos em contas bancárias à ordem é de cerca de 0,6 %-0,7 %, enquanto a PI oferecia 1 % no início de 2005.

(26) Para além da mobilização directa através de contas postais à ordem, a PI também mobiliza fundos de forma indirecta através da aplicação de cadernetas de poupança e de certificados de poupança do serviço postal em nome da CDP.

(27) Nos últimos anos, a PI alargou consideravelmente a gama de serviços de pagamento oferecidos aos seus clientes, passando a propor, para além dos tradicionais instrumentos postais (certificados de depósito de contas à ordem e vales de correio), um conjunto de instrumentos que, até então, eram apenas oferecidos pelos bancos (cartões de débito e de crédito, transferências de créditos, domiciliação de pagamentos de facturas de serviços públicos) ([17]).

(28) Por último, a PI oferece serviços de aplicação de:

— obrigações emitidas por bancos e pela CDP,

— apólices de seguros emitidas pela Poste Vita ([18]),

— fundos de investimento geridos pela sociedade gestora de activos financeiros Bancoposta Fondi SGR ([19]),

— empréstimos concedidos por terceiros; venda de empréstimos e hipotecas de particulares em nome de bancos.

([16]) A ABI calcula este aumento de 94 % com base nos balanços anuais da PI. De acordo com a ABI, as contas postais à ordem representaram 4,6 % do total das contas bancárias e postais à ordem em 1999 e 6,2 % em 2004.

([17]) Nalguns casos, por exemplo no que se refere aos cartões de débito e à domiciliação de pagamentos, o serviço é fornecido pela própria PI; noutros casos, a PI distribui produtos de terceiros (como cartões de crédito em nome de bancos).

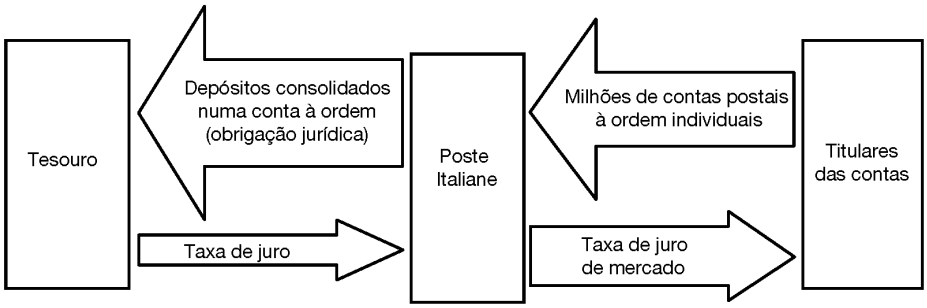
([18]) A Poste Vita SpA é uma filial a 100 % da PI.

([19]) A Bancoposta Fondi SGR é uma filial a 100 % da PI.

3. **MEDIDAS EM APRECIAÇÃO**

(29) As relações entre a PI e o Tesouro, na sequência do Decreto de 5 de Dezembro de 2003 ([20]) são ilustradas na figura 1:

Figura 1



(30) A medida apreciada na presente decisão é a Lei n.º 266 de 23 de Dezembro de 2005 ([21]) («Lei das Finanças de 2006»), aplicada por uma convenção celebrada entre a PI e o Ministério dos Assuntos Económicos e das Finanças de 23 de Fevereiro de 2006 («Convenção»).

(31) A Lei das Finanças de 2006 determina que compete à PI e ao Ministério dos Assuntos Económicos e das Finanças determinar os parâmetros de mercado e os métodos de cálculo da taxa de juro a pagar sobre os fundos depositados em contas postais à ordem detidas junto do Tesouro, prevendo ainda que os juros a pagar pelo Ministério em relação a 2005 sejam reduzidos em 150 milhões de EUR.

(32) A Convenção define o mecanismo prático de cálculo das taxas de juro para um período de três anos. Entrou em vigor em 4 de Abril 2006 ([22]), com efeitos retroactivos a 1 de Janeiro de 2005, e chegará ao seu termo de vigência em 4 Abril de 2009. A taxa de juro anual corresponde essencialmente à média ponderada dos rendimentos médios anuais das obrigações do Tesouro a trinta anos (BTP) ([23]) (80 %) e a dez anos (10 %), bem como dos certificados do Tesouro normais a 12 meses (BOT) ([24]) (10 %). Os rendimentos médios anuais das obrigações do Estado referidas na Convenção são obtidos calculando a média aritmética simples dos 24 valores de cotação fixados no primeiro e no décimo quinto dia de cada mês pela MTS SpA, a sociedade que gere a plataforma electrónica de transacções de obrigações do governo italiano e de outros títulos a prazo fixo. O facto de os parâmetros serem actualizados quinzenalmente significa que os rendimentos são variáveis e sujeitos a flutuações. Caso ocorra uma alteração da curva das taxas de juro que mude a relação entre as taxas a longo e a curto prazo, a PI pode solicitar uma revisão do cabaz. Qualquer uma das partes pode rescindir a Convenção, mediante aviso prévio à outra parte com uma antecedência mínima de seis meses em relação ao dia 31 de Dezembro de cada ano.

(33) A aplicação da metodologia prevista na Convenção produziu os seguintes resultados:

	2005	2006	2007
Taxa de juro (%)	3,90	4,25	4,70
Juros a pagar (milhões de EUR)	1 336 ([1])	1 516	1 012

([1]) Em 2004, foram pagos juros no valor de 1 356 mil milhões de EUR. Se a legislação em vigor em 2004 fosse novamente aplicável em 2005, o valor de juros a pagar teria sido, pelo menos, 150 milhões de EUR superior.

([20]) Publicado na GURI n.º 288 de 12.12.2003.
([21]) Publicada na GURI n.º 302 de 29.12.2005, *Supplemento ordinario* n.º 211. A lei tem efeitos retroactivos a 1 de Janeiro de 2005.
([22]) A Convenção foi aprovada por Decreto ministerial de 3 de Abril de 2006.
([23]) *Buoni del tesoro poliennali*.
([24]) *Buoni ordinari del Tesoro*.

(34) Os juros relativos a 2005 foram pagos em 2006 e juros os relativos a 2006 foram pagos em 2007. A Itália refere que os juros relativos a 2007 ainda não foram pagos.

(35) Um dos requisitos da Convenção consistia no facto de os fundos mobilizados em contas postais à ordem serem depositados junto do Ministério dos Assuntos Económicos e das Finanças/Tesouro («Obrigação») ([25]).

(36) Nos termos da Lei n.º 296 de 27 de Dezembro de 2006 («Lei das Finanças de 2007») ([26]), a Itália alterou o regime de remuneração previsto na Lei das Finanças de 2006. De acordo com a nova lei, os fundos depositados por clientes privados (fundos depositados em contas postais à ordem não pertencentes à administração pública) deviam ser investidos pela PI em obrigações do Estado da zona do euro ([27]). A nova lei suprime a restrição de utilização imposta à PI apenas no caso de fundos mobilizados junto de clientes privados. Esta lei prevê a introdução gradual das novas disposições até 31 de Dezembro de 2007. Os fundos provenientes de clientes não privados (cerca de 25--30 % do total) devem continuar a ser investidos como até então.

4. RAZÕES QUE LEVARAM AO INÍCIO DO PROCEDIMENTO

(37) Na decisão de dar início ao presente procedimento, de Setembro de 2006, a Comissão referiu que, para avaliar a existência de qualquer vantagem a favor da PI, podia, teoricamente, ser importante tomar em consideração os elementos que compõem a margem positiva de que a PI beneficia em resultado da diferença entre a taxa de empréstimo e a taxa dos depósitos ([28]). Contudo, a própria decisão concluiu formalmente que, no caso presente, uma eventual vantagem derivaria apenas da taxa de empréstimo.

(38) A Comissão colocava em dúvida se o método de determinação da taxa de juro a aplicar aos fundos provenientes de contas à ordem depositados junto do Tesouro a partir de 2005 constituía uma referência de mercado adequada.

(39) A Comissão entendia que, para determinar uma taxa de mercado, é necessário, regra geral, tomar em consideração a taxa que um mutuário privado estaria disposto a pagar à PI pelos fundos depositados, em função da respectiva natureza e montante. A taxa definida pela Convenção pode não ser uma taxa de mercado. Em especial, o depósito da PI junto do Tesouro foi efectuado numa conta à ordem. O risco de liquidez associado aos fundos depositados era coberto pelo Tesouro e não pela PI. Os fundos mobilizados e depositados na conta à ordem eram utilizados para financiar as necessidades orçamentais correntes. Não era claro que, se o Tesouro tivesse de substituir o presente sistema de mobilização através da PI, o instrumento de financiamento alternativo que utilizaria seria essencialmente composto por obrigações a longo prazo. Apesar de a Itália insistir que o recente aumento dos fundos depositados em contas postais à ordem confirmava a estabilidade dos recursos colocados à disposição do Tesouro, o nível dos fundos fornecidos à CDP e ao Tesouro registou, na prática, flutuações muito significativas ao longo dos anos.

(40) Além disso, devido à posição específica da PI, obrigada por lei a depositar junto do Estado os fundos depositados nas contas à ordem dos seus clientes, era possível que não existisse no mercado qualquer padrão de comparação. Em tais circunstâncias, a Comissão teria de determinar o custo de exploração desta conta para a PI (o que seria possível com um sistema de contabilidade analítica eficiente) e acrescentar uma margem razoável. Este cálculo indicaria uma taxa «de mercado» *ad hoc*. Este tipo de abordagem seria igualmente justificado se a Comissão viesse considerar que a PI estava a actuar meramente como uma via de mobilização de fundos para o Estado, através da sua rede alargada de estações de correio.

(41) Caso viesse a concluir que a Lei das Finanças e a Convenção de 2006 implicavam auxílios estatais, a Comissão considerava que tais auxílios constituíam auxílios novos, ilegais e incompatíveis.

5. OBSERVAÇÕES DAS PARTES INTERESSADAS

(42) Descrevem-se em seguida as principais observações apresentadas pela ABI por carta de 27 de Dezembro de 2006.

([25]) O serviço postal de contas à ordem rege-se basicamente por uma lei de 1917, publicada na GURI n.º 219 de 6.9.1917, com a redacção que lhe foi dada pelo Decreto 822 de 22 de Novembro de 1945, publicado na GURI n.º 12 de 15.1.1946. Até 2003, a legislação previa que os fundos mobilizados através de contas postais à ordem deviam ser depositados numa conta com uma taxa de juro equivalente ao rendimento médio anual auferido pela CDP nas suas actividades de gestão de capital, com dedução de 15 pontos base. De acordo com o Decreto de 5 de Dezembro de 2003, o Tesouro sucedeu à CDP nas relações decorrentes do serviço postal de contas à ordem. A obrigação de depósito é estabelecida no artigo 14.º da lei de 1917.

([26]) Publicada na GURI n.º 299 de 27.12.2006.

([27]) Segundo as autoridades italianas, os fundos mobilizados através de contas postais pertencentes a clientes privados representam cerca de 70-75 % da totalidade dos fundos mobilizados através deste tipo de contas.

([28]) Ver nota 2.

(43) A ABI refere que os fundos depositados junto do Tesouro representam uma dívida que este liquida no ano seguinte ao do depósito. Conforme salientado pela Comissão na decisão de dar início ao procedimento, o risco de liquidez associado aos fundos depositados é coberto pelo Tesouro e não pela PI. Tal significa que se o montante dos fundos transferidos fosse inferior ao do ano anterior, o Tesouro teria de remunerar a Bancoposta à taxa estabelecida pela Convenção e devolver à PI a diferença entre os montantes depositados.

(44) De acordo com a ABI, os fundos depositados na conta do Tesouro devem ser considerados de curto prazo. Além disso, são utilizados para financiar as necessidades orçamentais correntes.

(45) De acordo com o disposto no Decreto ministerial de 5 de Dezembro de 2003, a CDP abriu duas contas à ordem junto do Tesouro, com uma taxa de juro variável a seis meses equivalente à média aritmética simples da taxa de juro bruta a seis meses dos certificados do Tesouro (BOT) e do valor do índice mensal Rendistato ([29]).

(46) De acordo com a ABI, para determinar se a renumeração paga à PI pelos fundos depositados junto do Tesouro constituíam auxílios estatais, a taxa de juro paga à PI deve ser comparada com a taxa de juro aplicável a certificados do Tesouro normais a curto prazo (doze meses). Em Janeiro de 2005, o rendimento de um certificado do Tesouro normal a doze meses era de 2,21 %, ou seja, 1,69 % inferior à remuneração paga à PI.

6. OBSERVAÇÕES APRESENTADAS PELA ITÁLIA

(47) Descrevem-se em seguida as principais observações apresentadas pela Itália nas suas cartas de 31 de Outubro de 2006, 29 de Dezembro de 2006, 16 de Fevereiro de 2007, 30 de Março de 2007, 2 de Abril de 2007, 1 de Junho de 2007, 27 de Novembro de 2007, 29 de Fevereiro de 2008, 7 de Março de 2008 e 23 de Abril de 2008.

(48) A Lei das Finanças e a Convenção especificam que os juros a pagar à PI devem ser definidos de acordo com os parâmetros do mercado. A taxa de juro não confere qualquer vantagem à PI.

6.1. **Variação dos montantes depositados em contas postais à ordem**

(49) De acordo com a Itália, as contas postais à ordem podem ser comparadas com contas bancárias à ordem desde 2001, altura em que foi lançada a nova conta BancoPosta. Antes de 2001, a conta postal à ordem do mercado a retalho não podia ser considerada uma alternativa às contas bancárias à ordem, dada a falta de serviços associados adequados (tais como cartões de débito e de crédito), e era utilizada sobretudo pela administração pública e por empresas com elevado volume de facturação (serviços nacionais de utilidade pública). A Itália refere que o aumento dos fundos depositados em contas postais à ordem desde 2001 se deve ao facto de o produto ter sido lançado recentemente.

(50) Antes de 2001, as variações dos montantes dos fundos depositados — nomeadamente a redução significativa na segunda metade da década de 90, sobretudo entre 1996 e 1997 — foram influenciadas pela Lei n.º 662 de 23 de Dezembro de 1996, que impôs o encerramento das contas que o Tesouro tinha vindo a utilizar para pagar as aposentações, o que levou a uma redução de cerca de 11 mil milhões de EUR nos depósitos existentes a 1 de Janeiro de 1997. Entre 1997 e 1999, foram vários os factores que contribuíram para a diminuição dos montantes dos fundos depositados. As autoridades italianas alegam dificuldades em identificar com rigor os motivos destas variações, que se devem em parte à natureza da PI (que, na altura, era uma instituição comercial pública) e a factores políticos externos. Desde a transformação da PI em sociedade anónima em 1998, os montantes líquidos depositados têm vindo a aumentar de forma regular e estável.

6.2. **Natureza da Convenção**

(51) As autoridades italianas argumentam que a Convenção celebrada entre o Tesouro e a PI regula com transparência um instrumento a longo prazo. A Convenção não é aplicável durante um período de tempo ilimitado, mas sim durante três anos, e permite a rescisão por qualquer das partes se as condições de mercado deixarem de garantir a coerência com o mecanismo de cálculo da remuneração dos depósitos. Estas disposições têm por objectivo proteger ambas as partes contra o risco de ocorrência de condições de mercado específicas ou de alterações nas características dos depósitos durante o período de três anos, passíveis de afectar o mecanismo de remuneração.

(52) De acordo com as autoridades italianas, a escolha da taxa de juro variável prevista na Convenção satisfaz a necessidade de uma taxa que acompanhe o mercado. Esta rendibilidade variável é justa para ambas as partes, uma vez que garante ao Tesouro que os seus custos de financiamento estarão em conformidade com o valor da sua própria dívida a médio e longo prazo, e proporciona à PI

([29]) Desde 1 de Outubro de 1995, o índice Rendistato tem funcionado como indicador do rendimento médio bruto das obrigações do Tesouro a mais de um ano (BTP), sujeitas a tributação e com maturidade residual superior a um ano (fonte: Banca d'Italia).

uma remuneração orientada para o mercado e adequada aos depósitos recebidos. A decisão de alinhar o mecanismo com o mercado foi tomada em condições de mercado adversas, numa altura em que a rendibilidade obtida nos termos da Convenção, 3,9 % em 2005 e 4,25 % em 2006, era inferior à taxa fixa de 4,35 % que a PI tinha recebido em anos anteriores.

(53) A Itália salienta que, desde 2007, a PI começou a gerir activamente a sua própria liquidez, de forma muito prudente, com base em taxas de juro fixas que lhe garantiam uma rendibilidade estável durante um período de tempo predeterminado. Esta gestão activa dos fundos difere da gestão passiva prevista na Convenção, visto que permite à PI adquirir uma carteira baseada numa rendibilidade fixa e aplicar os activos de acordo com os objectivos da empresa, assumindo simultaneamente riscos adicionais em função de cenários de risco avaliados e aprovados. A partir do momento em que teve a possibilidade de celebrar acordos de gestão activa de fundos, a PI adoptou estratégias financeiras destinadas a aumentar os rendimentos, pelo que obteve uma rendibilidade superior à prevista na Convenção.

6.3. **Alterações à Obrigação**

(54) As autoridades italianas informaram a Comissão de que a Obrigação que impunha à PI o depósito dos fundos provenientes das suas contas postais à ordem junto do Tesouro deixou de ser aplicável. A Lei das Finanças de 2007 altera o regime previsto na Lei das Finanças de 2006 e determina que os fundos de clientes privados mobilizados pela PI devem ser investidos em obrigações do Estado da zona do euro. As novas disposições devem ser aplicadas até 31 de Dezembro de 2007. A Itália considera que, mediante esta alteração, os fundos mobilizados pela PI deixam de ser abrangidas pelas regras aplicáveis aos auxílios estatais, visto que a remuneração recebida não é paga pelo Estado.

(55) Esta alteração na legislação surge em resposta à exigência do Tesouro no sentido de uma maior independência financeira da PI, tornada necessária face aos resultados económicos e financeiros e à dimensão atingida pela empresa. Esta transição com vista a uma maior independência, iniciada em 1998 com a transformação da PI em sociedade anónima, foi marcada pelo lançamento da conta postal à ordem do mercado a retalho, BancoPosta, em 2001, e desenvolvida em 2005 e 2006, quando a taxa de juro fixa aplicada aos fundos depositados junto do Tesouro foi substituída pelo mecanismo orientado para o mercado previsto na Convenção, e novamente em 2007, quando a Obrigação foi suprimida, pelo menos em relação aos fundos de clientes privados.

(56) A Itália salienta que a cada vez maior independência financeira da PI não implica uma eliminação das restrições à utilização dos fundos. Além disso, na altura da conclusão da Convenção, o Tesouro era obrigado a tomar em consideração as obrigações jurídicas da PI, não podendo prever eventuais alterações do quadro jurídico, fora da sua esfera de competências.

6.4. **Estabilidade dos fundos depositados**

(57) Para demonstrar a considerável estabilidade dos fundos depositados ao longo do tempo, a Itália salienta que o desvio padrão dividido pela média dos saldos dos depósitos, que constitui um critério de determinação da volatilidade do depósito junto do Tesouro, desceu de 8 % em 2002 para 5 % em 2005; que o peso da componente estável dos depósitos na média dos depósitos totais, que a Itália define relativamente a um determinado ano como o montante mínimo de depósitos nesse ano, aumentou, no mesmo período, de 83,8 % para 89,5 %; e que o peso da componente volátil dos depósitos na média dos depósitos totais, definida como a diferença entre o número médio e o número mínimo de depósitos num determinado ano, desceu, no mesmo período, de 16,2 % para 10,5 %.

(58) A Itália enviou à Comissão as conclusões de dois tipos de modelos: os modelos estatísticos internos da PI e um modelo elaborado pela PI em colaboração com o consultor […], no intuito de identificar a tendência conservadora dos fundos depositados em contas postais à ordem.

(59) A fim de definir os mecanismos de gestão do risco relativo às taxas de juro, as próprias autoridades de supervisão bancária recomendaram a utilização de modelos destinados a quantificar as tendências conservadoras dos fundos depositados e a duração comportamental dos fundos depositados em contas à ordem ([30]).

([30]) A tendência conservadora dos fundos depositados difere da tendência esperada para os mesmos: a tendência conservadora baseia-se numa previsão prudente (com um intervalo de confiança a 99 %) do número mínimo de depósitos nos anos futuros, tendo em conta o padrão histórico de aberturas e encerramentos de depósitos (o método *value at risk* ou «VaR») ou, em alternativa, na presunção de que os fundos existentes serão inteiramente retirados num espaço de dez anos (o «modelo linear»). Por outro lado, a tendência esperada é uma estimativa do modo com os fundos depositados irão evoluir com base em vários cenários macroeconómicos e políticas comerciais normais.

(60) Os modelos internos baseiam-se numa análise do desvio diário dos montantes dos fundos depositados comparativamente com valores médios sem recorrer a cenários de probabilidades, efectuando simplesmente uma análise das tendências históricas do volume das contas à ordem. Estes modelos demonstram que a série diária dos depósitos junto do Tesouro registou uma tendência no sentido da subida desde o lançamento da conta à ordem do mercado a retalho (que representa actualmente 75 % do total dos fundos depositados em contas postais à ordem). O nível mínimo por ano (ou seja, a componente estável dos depósitos) também revela uma tendência no sentido da subida, representando 90 % da média dos depósitos totais (de 85 % em 2002 para 92 % em 2006). Do mesmo modo, os modelos internos confirmam a existência de uma componente volátil nos depósitos, definida como a diferença entre o nível médio no ano em questão e a componente mínima ou estável no mesmo ano que, nos últimos anos, representou apenas cerca de 10 % do saldo.

(61) O modelo […], que a Itália considera muito conservador, demonstra que a duração comportamental (*durata comportamentale*) do número total de contas postais à ordem é diferente da duração de uma única conta à ordem deste tipo. Com efeito, alguns clientes podem decidir encerrar as suas contas de um dia para o outro, mas o efeito sobre o total dos fundos mobilizados pela PI é marginal, uma vez que o número de contas à ordem é elevado, o valor médio depositado nestas contas é baixo e os depósitos retirados vão sendo substituídos por novos depósitos. O tipo de modelo conservador desenvolvido por […] é utilizado por vários bancos italianos para a gestão activa da liquidez, a fim de determinar a duração comportamental das suas contas à ordem e, posteriormente, a reflectir esta duração comportamental numa carteira de investimentos correspondente que tome em consideração os seus requisitos em termos de gestão de activos e passivos (*Asset--Liability Management* — ALM).

(62) Este modelo foi utilizado pela PI para identificar a duração comportamental dos fundos depositados em contas postais à ordem [(clientes do mercado a retalho ([31]))], tanto no período 2005-2006, quando a PI foi obrigada a depositar os fundos mobilizados em contas postais à ordem junto do Tesouro («gestão passiva dos fundos»), como no período a partir de 1 de Janeiro de 2007, quando a PI começou a investir os fundos mobilizados junto de clientes privados em obrigações do Estado da zona do euro («gestão activa dos fundos»).

([31]) Em 2006, os depósitos em contas postais à ordem pertencentes a particulares (ou seja, excluindo a administração pública) ascendiam a […] EUR, dos quais […] EUR pertenciam a clientes do mercado a retalho e […] EUR a empresas.

6.4.1. *Gestão passiva dos fundos*

(63) De acordo com a Itália, no contexto específico da gestão passiva da liquidez da PI, o modelo […] define os critérios de identificação da duração comportamental dos fundos depositados em contas postais à ordem. Este modelo procura quantificar a duração das componentes estável e volátil dos depósitos, identificada pelos modelos internos, com base numa análise da volatilidade histórica das contas postais à ordem e do comportamento provável dos respectivos titulares. Uma das variantes do modelo [nomeadamente o modelo de valor em risco (*value at risk* ou «VaR»), que utiliza um horizonte temporal de dez anos] indica que cerca de dois terços ([32]) dos fundos têm uma duração muito longa (considerada como o nível mínimo, abaixo do qual é extremamente improvável que os montantes dos depósitos desçam em dez anos) e que um terço tem uma duração que varia entre 0 e 10 anos (o que significa que estes depósitos podem ser retirados no prazo de 10 anos). Com este perfil de depósitos, a carteira de investimentos correspondente terá uma vida média ([33]) de 4,1 anos e uma duração Macauley ([34]) de 3,2 anos. Numa variante alternativa (o modelo de depreciação linear, que utiliza um horizonte temporal de dez anos), a carteira de investimentos correspondente terá uma vida média de 4,9 anos e uma duração Macauley de 3,8 anos ([35]).

6.4.2. *Gestão activa dos fundos*

(64) De acordo com a Itália, no contexto específico da gestão activa da liquidez da PI, o modelo […] ajuda a PI a determinar a aplicação ideal dos activos. Com base em probabilidades muito conservadoras, o modelo indica que seria razoável que a PI adoptasse uma aplicação dos activos com uma vida média de quatro a cinco anos.

(65) De 2007 em diante, apesar de o modelo ter identificado uma duração quase ilimitada para cerca de dois terços dos depósitos e uma duração entre 0 e 10 anos para os

([32]) Por carta de 27 de Novembro de 2007, as autoridades italianas explicam que, de acordo com o modelo […], dois terços dos fundos depositados em contas postais à ordem têm uma duração quase ilimitada e um terço tem uma duração que varia entre 0 e 10 anos. Na mesma carta, referem ainda que o modelo identificou uma duração quase ilimitada para 70 % dos fundos depositados e uma duração entre 0 e 10 anos para os restantes. Igualmente com base no modelo […], a nota sobre o estudo […] apresentada pela Itália à Comissão na carta de 29 de Fevereiro de 2008 indica que os fundos de duração quase ilimitada mobilizados pela PI representam […] do total.

([33]) «Período médio antes da data prevista para a remuneração do capital de um instrumento de dívida (obrigações, obrigações garantidas, promissórias)» (fonte: sítio *web* BusinessDictionary.com: http://www.businessdictionary.com/definition/average-life.html).

([34]) Ou a média ponderada de capital e juros.

([35]) Nas cartas enviadas pelas autoridades italianas, os termos *durata media* (vida média) e *durata* (duração) são frequentemente utilizados de forma indiferenciada, embora possam referir-se a conceitos diferentes. Este facto não teve qualquer impacto sobre a análise efectuada no âmbito da presente decisão.

restantes, a PI optou por uma vida média de […] anos devido às condições do mercado na altura ([36]). O diferencial entre as obrigações a cinco e a trinta anos é de apenas 20 pontos base («pb»), motivo pelo qual a PI prefere investir numa carteira com uma vida média inferior à gerada pelo modelo […], caso contrário o maior risco associado às obrigações a trinta anos não seria remunerado. Por carta de 28 de Fevereiro de 2008, […] refere ainda que os resultados do modelo permitiriam à PI desenvolver estratégias de investimento com uma vida média superior à que adoptara até então (vida média máxima de 10 anos).

6.5. **Custos de gestão das contas postais à ordem**

(66) Quanto à descrição dos custos anuais associados à mobilização e ao depósito de fundos provenientes das contas à ordem dos clientes da PI, determinada pelo sistema de contabilidade analítica da PI, a Itália afirma que o sistema de contabilidade permite determinar o custo total da actividade financeira da PI, mas não os custos individuais de cada produto. A Itália salienta que as margens percentuais obtidas pela PI/Bancoposta são inferiores às obtidas no sector bancário.

6.6. **Conformidade da remuneração paga à PI pelo Tesouro com os critérios de mercado**

(67) A taxa de empréstimo, que se traduz essencialmente numa taxa a longo prazo, está em conformidade com o mercado, pois os fundos depositados apresentam um carácter a longo prazo, o que se deve aos seguintes factores:

— A Obrigação é aplicável por tempo ilimitado. A Itália salienta que a PI não dispõe de qualquer outro canal (eventualmente mais rentável) para utilizar os fundos provenientes das contas à ordem dos seus clientes para além da conta junto do Tesouro.

— A Itália considera que o aumento progressivo dos fundos depositados em contas postais à ordem confirma a estabilidade dos recursos para o Tesouro ([37]) (a média dos fundos depositados junto do Tesouro registou um aumento de 40 % no período 2002-2005; a percentagem dos fundos de carácter sazonal é de cerca de 10 %).

— A Itália considera que a Obrigação penaliza a aplicação dos activos efectuada pela PI, visto que a impede de gerir os fundos de uma forma activa e potencialmente mais vantajosa. Na ausência da Obrigação, a PI poderia ter aplicado os seus activos de acordo com as características conservadoras e o papel da empresa, investindo 10 % da sua liquidez em obrigações a curto prazo e 90 % em obrigações a longo prazo. A Obrigação fornece ao Tesouro uma fonte de financiamento com características idênticas às de um investimento a longo prazo.

— Para além das cartas de […] e […], que chegaram à Comissão em Abril de 2006, antes da decisão de dar início ao procedimento, três bancos privados enviaram cartas que confirmam que o mecanismo de remuneração não confere qualquer vantagem à PI (ver considerando 73).

(68) Quanto à questão da conformidade da remuneração da PI com os critérios de mercado, a Itália realça quatro questões principais: a conformidade da taxa de empréstimo com as taxas de mercado (ver acima); uma comparação com a situação da La Banque Postale em França; o parecer dos auditores da PI; e a referência às taxas de mercado.

6.6.1. *Comparação com a La Banque Postale*

(69) De acordo com a Itália, uma comparação com a situação da La Banque Postale em França demonstra que esta segue uma estratégia de gestão de activos e passivos (ALM) baseada num modelo estatístico idêntico ao utilizado pela PI. O modelo identifica as componentes estável e volátil dos fundos depositados em contas postais à ordem. A componente estável é investida em obrigações do Estado da área da OCDE e a componente volátil em instrumentos a curto prazo.

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

([37]) Antes de 11 de Dezembro de 2003 e da transformação da CDP na sociedade anónima CDP SpA, uma parte dos fundos depositados em contas postais à ordem era paga à CDP. Por motivos que, de acordo com as autoridades italianas, se prendem sobretudo com questões contabilísticas, uma parte dos fundos mobilizados era depositada numa conta junto do Tesouro (conhecida como a conta «livre»), enquanto os fundos restantes eram distribuídos por três outras contas, reservadas pela CDP para empréstimos ao governo local. Estas três contas eram utilizadas para o serviço da dívida; a parte dos fundos mobilizados que não era utilizada para conceder empréstimos, mas que continuava à disposição da CDP, era igualmente depositada na conta junto do Tesouro. Desde 11 de Dezembro de 2003, todos os montantes existentes nestas contas específicas foram transferidos para o Tesouro e adicionados à conta à ordem já existente.

(70) Com base nesta estratégia ALM, a La Banque Postale obteve um rendimento de 4,4 % em 2005, comparativamente com o rendimento de 3,9 % previsto na Convenção. A Itália considera que a La Banque Postale constitui um exemplo prático que demonstra ser possível obter rendimentos superiores aos do mecanismo da PI, através de uma gestão conservadora e da aplicação de uma vida média de cinco anos.

(71) Um estudo realizado pela […], intitulado […] (adiante designado por «estudo […]» ou «estudo»), apresenta o mesmo tipo de argumentos para a comparabilidade entre as duas empresas. O estudo refere que, em 2001, a La Banque Postale lançou uma estratégia de gestão activa dos fundos idêntica à da PI, investindo a componente estável dos seus depósitos (90 %) em obrigações do Estado da área da OCDE a dez anos, e obteve rendimentos superiores aos garantidos pelo mecanismo do Tesouro. Embora sujeita às mesmas limitações conservadoras de investimento da PI, a La Banque Postale obteve um rendimento médio de cerca de 4,45 % no período 2004-2005.

6.6.2. *Parecer dos auditores*

(72) Os auditores da PI concordam que, com base na sua volatilidade e taxas de crescimento, os fundos depositados em contas postais à ordem apresentam um carácter estável.

6.6.3. *Cartas de bancos privados e consultores*

(73) A Itália forneceu à Comissão cartas enviadas por bancos privados e consultores, onde se afirma que o rendimentos obtido pela PI através dos fundos mobilizados em contas postais à ordem e depositados junto do Tesouro e semelhante ao rendimento de mercado que a PI poderia ter obtido se adoptasse uma estratégia adequada de gestão de riscos e investimentos.

— Carta de […], 4 de Outubro de 2006: […] afirma que, sem a imposição de limites à utilização dos fundos, a PI poderia adoptar uma estratégia ALM adequada destinada a minimizar o risco de mercado e de liquidez. A estratégia de aplicação dos activos da PI deveria tomar em consideração a projecção dos perfis de duração dos depósitos com base em séries históricas e em pressupostos razoáveis, de modo a estabelecer a estratégia de investimento mais adequada em termos de prazos de vencimento e perfil de crédito. A título de exemplo, […] compara o rendimento obtido de acordo com a metodologia prevista na Convenção com o rendimento obtido pela carteira de classe I da Poste Vita SpA (controlada pela PI), gerida pela […].

— Carta de […], 2 de Outubro de 2006: com base nos dados fornecidos pela PI ([38]), […] considera ser perfeitamente razoável que a PI associasse 10 % dos fundos a parâmetros a curto prazo e 90 % a parâmetros a longo prazo. Se a PI não fosse obrigada por lei a depositar os fundos junto do Tesouro, a taxa de juro a curto prazo que teria de pagar ao mercado para receber a remuneração paga pelo Tesouro (com um *swap* com prazo de vencimento constante) seria equivalente à taxa Euribor a seis meses acrescida de uma margem de 0,43 % ([39]); […] considera tratar-se de um rendimento perfeitamente coerente com o que pode ser obtido com a gestão de obrigações do Estado ou de obrigações de empresas com classificação de crédito elevada a taxa fixa. Por conseguinte, […] conclui que o rendimento obtido pela PI nos termos da Lei das Finanças e da Convenção poderia ser obtido nos mercados financeiros com um perfil de risco comparável.

— Carta de […], 4 de Outubro de 2006: […] considera que, ao diversificar os seus investimentos, embora mantendo uma carteira de obrigações do Estado e, possivelmente, de obrigações de empresas com uma classificação de crédito igual ou superior a AA- (não excedendo 20 %), a PI poderia obter rendimentos anuais equivalentes à remuneração obtida em 2005 e 2006 com base nas taxas do cabaz.

— Carta de […], 20 de Janeiro de 2006: de acordo com este banco, os fundos provenientes das contas postais à ordem poderiam ter rendido 4 % à PI em 2005, o que está em conformidade com os resultados obtidos com os fundos Poste Vita de classe I no valor de 6 mil milhões de EUR. Este resultado de 4 % é comparável com os 3,9 % pagos à PI nos termos da Convenção.

([38]) De acordo com os quais pelo menos 90 % dos fundos depositados junto do Tesouro podem ser considerados estáveis, enquanto a percentagem restante, embora geralmente não seja retirada, deve ser considerada volátil com base em pressupostos conservadores.

([39]) As autoridades italianas indicam que a margem a aplicar à taxa Euribor a seis meses era de cerca de 1 % no final de 2005, 0,4 % no final de 2006 e 0,3 % no final de Outubro de 2007.

— Carta de […], 13 de Janeiro de 2006: […] é de opinião que os fundos depositados em contas postais à ordem podem ser considerados permanentes, visto que a Obrigação é aplicável por tempo ilimitado e a tendência no sentido da subida verificada na média dos depósitos confirma a estabilidade destes recursos para o Tesouro. Se o Tesouro substituísse esta forma técnica específica de mobilização, emitiria obrigações a longo prazo. Tendo em conta os custos daí decorrentes, parece razoável que a taxa de remuneração dos fundos depositados nas contas postais à ordem da PI seja calculada com base no rendimento das obrigações do Estado a longo prazo. […] compara os rendimentos obtidos nos termos da Convenção com os rendimentos associados à actividade financeira da Poste Vita SpA. Durante o período 2002-2005, o rendimento das actividades da Poste Vita não difere significativamente do rendimento determinado pelo mecanismo previsto na Convenção.

6.6.4. *Comparação com os rendimentos obtidos com produtos Poste Vita*

(74) As autoridades italianas consideram que a remuneração obtida pela PI com os fundos depositados junto do Tesouro é equivalente à remuneração obtida com os fundos investidos pela Poste Vita. As autoridades italianas argumentam, designadamente, que as apólices de seguros de vida de classe I são produtos que podem ser considerados comparáveis às contas postais à ordem e que o rendimento médio obtido com a gestão destes produtos (nomeadamente do Posta Più) foi de 4,68 % durante o período 2002-2006, percentagem próxima da taxa média de 4,55 % prevista na Convenção.

(75) De acordo com as autoridades italianas, as contas postais à ordem e as apólices de seguros de vida são produtos comparáveis do ponto de vista da gestão financeira, uma vez que, embora se tratando formalmente de produtos a curto prazo, as contas postais à ordem são, na realidade, idênticas a instrumentos financeiros a médio prazo com capital garantido e uma taxa de juro mínima. As apólices de seguros de vida são, basicamente, produtos de capitalização também com capital garantido e uma taxa de juro mínima, vencimento a médio ou longo prazo (geralmente 10 anos) e possibilidade de resgate antecipado sem penalização.

(76) No quadro 2 é apresentada uma comparação entre a remuneração paga à PI no período 2002-2006 e a remuneração obtida pelo produto Posta Più no mesmo período.

Quadro 2

Ano	Rendimento (bruto) da carteira Posta Più	Taxa prevista na Convenção	Diferença	Vida financeira média
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
Média	4,68 %	4,55 %	0,13 %	3,148

6.6.5. *Comparação com os custos de financiamento do Tesouro*

(77) As autoridades italianas argumentam que a indexação do rendimento do depósito junto do Tesouro a parâmetros associados à dívida pública italiana é o único mecanismo que não penalizaria o Tesouro e que é coerente com o seu perfil enquanto entidade emissora, tendo em conta a Obrigação de depósito dos fundos junto do Tesouro.

(78) Além disso, a Convenção prevê para a PI uma remuneração associada a taxas a longo prazo, o que está de acordo com o tipo de fundos mobilizados. Por outro lado, a Convenção protege o Tesouro de condições de mercado adversas, que poderiam dar origem a divergências entre os custos deste tipo de dívida e os custos de financiamento tradicionais do Tesouro.

(79) As autoridades italianas comparam a taxa prevista na Convenção com os custos de financiamento calculados com base nos seguintes pressupostos:

— os fundos são obtidos através da emissão de obrigações do Tesouro a 5, 10, 15 e 30 anos,

— é tomado em consideração o período 2001-2006,

— a média ponderada das emissões referidas é calculada com base na ponderação e no custo de todas as emissões previstas para o período em questão.

Quadro 3

Ano	5 anos	10 anos	15 anos	30 anos	Taxa prevista na Convenção	Média
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) Com base nestes resultados, a Itália conclui que, no período de cinco anos considerado, o custo da dívida do Tesouro a médio e longo prazo estava de acordo com o rendimento obtido nos termos da Convenção.

(81) Além disso, i) a taxa de remuneração é indexada a parâmetros associados à dívida pública italiana (obrigações do Estado), que constituem a referência mais adequada para a dívida do Tesouro; ii) a estabilidade do financiamento, verificada por modelos estatísticos, e a Obrigação imposta à PI conferem uma duração permanente a grande parte do investimento (sem considerar precauções específicas como a possibilidade de resgate antecipado ou o prazo de três anos da relação, que protegem o Tesouro de alterações imprevistas do mercado); e iii) o risco de liquidez coberto pelo Tesouro é limitado, tendo com conta a estabilidade comprovada dos fundos postais, o que se reflecte na associação de 10 % destes fundos a um parâmetro a curto prazo.

(82) Relativamente ao elemento a longo prazo da taxa de empréstimo (90 %, dos quais 10 % são associados ao rendimento de obrigações do Estado a 10 anos e 80 % ao rendimento de obrigações do Estado a 30 anos), a Itália considera que a Obrigação imposta à PI, que se traduz num «investimento paramétrico» *(investimento di tipo parametrico)* remunerado a uma taxa de empréstimo definida com base numa média ponderada do rendimento de obrigações do Estado, difere da obrigação introduzida na Lei das Finanças de 2007, de acordo com a qual o investimento deve ser directamente efectuado em obrigações do Estado de escolha e gestão livres, consideradas «investimentos directos» *(investimenti diretti)*. O «investimento paramétrico» previsto na Convenção proporciona um rendimento variável e impossível de gerir, o que o expõe passivamente às flutuações do mercado. O «investimento paramétrico» é mais rígido do que o investimento directo em caso de flutuação do mercado, prevê uma vinculação máxima de 12 meses (uma vez que qualquer das partes pode rescindir a Convenção mediante aviso prévio de seis meses) e a sua remuneração inclui um prémio *ad hoc* que compensa as limitações do próprio investimento. Este prémio, que a Itália estima em 0,25-0,50 pontos percentuais, está em conformidade com a diferença de rendimento entre as obrigações do Tesouro a 30 anos e as obrigações do Tesouro a 10 anos aos níveis históricos mais baixos (0,20-0,40 pontos percentuais).

(83) O prémio pode ser considerado uma remuneração *ex post* que compensa a PI pela Obrigação imposta e pela impossibilidade de gerir activamente os seus fundos, traduzindo-se num pagamento razoável por parte do Tesouro, que actua como um mutuário privado, tomando em consideração as disposições da Convenção que protegem o Tesouro de condições adversas do mercado (a possibilidade de rescisão, o período de três anos de vigência da Convenção e a actualização quinzenal dos parâmetros).

6.7. **Comparação com estratégias de investimento alternativas (gestão activa dos fundos)**

(84) As autoridades italianas enviaram à Comissão o estudo […] para demonstrar que a remuneração prevista na Convenção não confere qualquer vantagem à PI.

(85) O estudo […] analisa os seguintes aspectos.

i) Motivos por que a remuneração que o Tesouro paga à PI pelos depósitos é justa:

— Na análise da base de depósitos da PI realizada pela […], validada pelo estudo […], conclui-se que, após a dedução de uma componente teoricamente mais volátil, a duração esperada dos depósitos é extremamente longa e praticamente infinita. Este tipo de abordagem é comum no sistema bancário.

— As características da base de depósitos em termos de duração são transferidas por lei para o Tesouro.

— A indexação dos pagamentos pelo Tesouro reflecte esta abordagem, sendo 10 % colocados em certificados do Tesouro normais a 12 meses (a componente mais volátil), 10 % em obrigações do Tesouro a dez anos (a componente que, com base em pressupostos mais conservadores, poderia potencialmente descer ao longo do tempo), e 80 % em obrigações do Tesouro a trinta anos.

— A relação baseia-se numa Obrigação a longo prazo imposta à PI e ao Tesouro.

— As limitações impostas à PI enquanto depositante implicam custos e ónus:

— O depósito junto do Tesouro não pode ser considerado um activo isento de risco a curto prazo, tendo em conta a obrigação permanente imposta à PI de depositar os seus fundos junto do Tesouro. O rendimento do depósito reflecte esta obrigação a longo prazo através do pagamento do risco implícito a longo prazo da República da Itália, estimado num rendimento suplementar de 0,30 % (equivalente ao diferencial de mercado pago pelas obrigações do Estado a longo prazo relativamente às taxas do mercado monetário).

— A PI não pode adoptar estratégias de gestão activa dos fundos (a análise quantitativa realizada pela […] tem por objectivo determinar o ónus imposto por esta situação).

ii) Uma comparação da margem de juro da PI com a de bancos equiparáveis do sector privado:

— O custo suportado pela PI para a mobilização de depósitos de clientes do mercado a retalho está em conformidade com os custos dos depósitos do mercado a retalho suportados pelos bancos do sector privado, conforme reconhecido pela Comissão.

— De facto, a margem de juro obtida pelos bancos do sector privado na componente decorrente de depósitos junto das suas próprias redes é significativamente superior à da PI (4,7 % em 2006, contra 3,75 % para a PI, e 4,6 % em 2005, contra 3 % para a PI). A […] considera que estes números comprovam a inexistência de auxílios estatais a favor da PI.

iii) Uma comparação entre a discrepância de prazos da PI e dos bancos do sector privado:

De acordo com o modelo […], a base de depósitos da PI tem uma duração comportamental «praticamente infinita», estimada em pelo menos 60,8 % do total, de acordo com cálculos conservadores (pelo método VaR com um horizonte temporal de dez anos). Nos termos da Convenção, a PI utiliza os rendimentos da

sua base de depósitos para financiar um instrumento a longo prazo, ou seja, o depósito junto do Tesouro. Para determinar o comportamento dos bancos do sector privado, foram analisadas as contas de bancos especializados no financiamento do sector público, como o Dexia e o Depfa, cujo comportamento é considerado semelhante. Estes bancos mobilizam cerca de 50 % das suas necessidades a médio e longo prazo, financiando o restante a curto prazo com operações de recompra junto do Banco Central Europeu e com depósitos de intermediários financeiros, e investem os seus fundos em empréstimos a autoridades públicas, geralmente com prazos de vencimento entre 10 e 50 anos.

iv) Análise quantitativa destinada a demonstrar o benefício da gestão activa dos fundos:

— A partir de Março de 2007, a PI começou a investir numa carteira de obrigações do Estado da zona do euro que completou em Dezembro de 2007, quando recebeu a parcela residual do depósito junto do Tesouro.

— As decisões de investimento da PI tomaram em consideração as limitações legais e os objectivos de rendimento da empresa e basearam-se igualmente nas condições e oportunidades oferecidas pelo mercado. No início de 2008, a carteira integrava ganhos de capital importantes. Por estar associado a taxas variáveis, o depósito junto do Tesouro permitiu obter apenas os rendimentos normais do mercado, sem qualquer possibilidade de ganhos ou perdas de capital.

— Para poder efectuar uma comparação passível de confirmar a rendibilidade superior de uma gestão activa dos fundos em relação ao rendimento previsto na Convenção, os dados analisados devem referir-se a um período mais longo, tendo em conta a volatilidade dos ganhos ou perdas de capital. Excluindo o rendimento geral mais elevado actualmente obtido pela carteira da PI, a análise qualitativa pretende demonstrar que uma gestão judiciosa dos fundos pode gerar rendimentos cada vez mais elevados a longo prazo.

— Esta análise divide-se em duas componentes, uma orientada para os resultados anteriores (os primeiros dois elementos *infra*) e a segunda orientada para o futuro (terceiro elemento *infra*):

— A […] adopta, retroactivamente, duas estratégias para a gestão dos fundos da carteira de depósitos da PI, uma caracterizada por uma duração idêntica à da carteira do estudo […], baseada no método VaR (a «carteira de referência»), e a outra assente nos critérios e nas limitações de investimento actualmente adoptados pela PI (a «estratégia táctica») ([40]), baseada em modelos quantitativos automáticos ([41]). O rendimento obtido nos últimos dez anos no âmbito da estratégia táctica foi superior ao previsto na Convenção, durante o mesmo período, em cerca de 1,62 % por ano (embora não tomando em consideração os custos de transacção). Contudo, o rendimento de 2,45 % obtido ao longo do período de dois anos compreendido entre 2005 e 2006 é inferior ao rendimento de 4,14 % previsto na Convenção.

— É feita referência ao caso da La Banque Postale (ver considerando 69 *supra*).

— Por último, a […] identificou algumas soluções de gestão de fundos que a PI poderia adoptar num futuro próximo, no intuito de obter rendimentos superiores aos oferecidos pelo investimento passivo em obrigações do Estado sem, no entanto, implicarem outro tipo de riscos significativos. O estudo descreve pormenorizadamente estas estratégias, aqui apresentadas em resumo:

— […]

— […]

— […]

— […].

De forma a comparar o desempenho de uma carteira totalmente indexada (o depósito junto do Tesouro) e de uma carteira cujos fundos são geridos activamente (primeiro elemento acima), a Itália afirma ser necessário considerar um período de tempo bastante longo — 10 anos — abrangendo pelo menos um ciclo económico completo. É por este motivo que o estudo […] compara o rendimento previsto na Convenção com o rendimento proveniente de estratégias alternativas ao longo de um período de 10 anos e não de um período mais curto. Uma análise baseada em períodos mais curtos terá em conta apenas algumas fases do ciclo económico. Quando

([40]) Ambas as estratégias são descritas de forma mais pormenorizada na alínea ii) do considerando 208.

([41]) O modelo é automático uma vez que os investimentos são efectuados automaticamente com base nos parâmetros e na evolução previstos para o mercado.

as taxas de juro aumentam, as carteiras de taxa fixa tendem a proporcionar um rendimento mais baixo do que as carteiras de taxa variável, situação que se inverte quando as taxas de juro baixam. Devido ao aumento das taxas de juro entre 2005 e meados de 2007, as estratégias de investimento alternativas baseadas em taxas de juro fixas, à semelhança das utilizadas pela […], deram origem a perdas de capital e a um rendimento inferior ao previsto na Convenção.

De acordo com as autoridades italianas, durante um período de dez anos as carteiras de investimentos baseadas em taxas variáveis podem ser comparadas com carteiras de investimentos baseadas em taxas fixas, dada a tendência de compensação entre ganhos e perdas de capital. Tendo em conta um período de dez anos, os rendimentos de carteiras de taxa fixa são basicamente equiparáveis aos rendimentos de carteiras de taxa variável. A gestão activa dos fundos permite claramente obter melhores rendimentos do que a gestão passiva («paramétrica») prevista na Convenção (por exemplo, o rendimento da carteira de referência proposta pela […], com uma vida média de cinco anos, é coerente com o rendimento previsto na Convenção, com uma vida média muito mais longa).

Além disso, as autoridades italianas argumentam que a Comissão devia fazer uma distinção entre o risco a curto prazo e o risco a longo prazo. O valor de obrigações de taxa fixa com um prazo de vencimento de 10 anos pode variar consideravelmente a curto prazo, embora, ao longo de todo o período de dez anos, estas obrigações permitam obter rendimentos muito fiáveis apesar da taxa fixa. Em suma, durante um período de dez anos, o rendimento de carteiras de taxa fixa tende a ser comparável com o rendimento de carteiras de taxa variável, embora estas últimas estejam associadas a um maior risco por estarem sujeitas a variações anuais das taxas de juro.

Uma verdadeira gestão alternativa dos investimentos, que mantém alguma flexibilidade e recorre a todos os instrumentos financeiros disponíveis no mercado, aumenta a possibilidade de obter resultados superiores aos de uma carteira estática, como a que está prevista na Convenção.

[…]

A Itália salienta que, à data de celebração da Convenção com o Tesouro, se desconheciam as tendências futuras das taxas de juro e a duração da Convenção. Por outro lado, argumenta que a opção a favor de parâmetros variáveis era economicamente racional, visto ser justa e razoável para ambas as partes a PI e o Tesouro.

Quanto à solução de compromisso entre risco e rendimento, a Itália considera que o depósito das contas postais à ordem junto do Tesouro comporta, inevitavelmente, uma relação risco/rendimento menos favorável do que as obrigações do Estado de taxa fixa com duração entre 1 e 10 anos. De acordo com a Itália, as obrigações de taxa variável apresentam sempre uma volatilidade que, em termos de preço, é inferior à das obrigações de taxa fixa, directamente proporcional à duração da obrigação. Contudo, deve fazer-se uma distinção entre o conceito de volatilidade dos preços e o conceito de volatilidade dos rendimentos: do ponto de vista do rendimento, a Convenção pode apresentar um risco superior ao de uma carteira de taxa fixa, em termos do seu impacto sobre a margem de juro da PI (se as taxas de juro estiverem a descer, o risco das carteiras de taxa variável é superior ao das carteiras de taxa fixa, visto não estarem protegidas contra o risco de alteração dos preços, reduzindo assim a margem da PI). Por conseguinte, um instrumento de taxa variável caracteriza-se por uma baixa volatilidade dos preços e uma elevada volatilidade dos rendimentos. Por outro lado, as técnicas utilizadas pela PI para controlar os riscos da gestão de contas postais à ordem, baseadas nos princípios de Basileia II, avaliam o impacto das variações da taxa de juro sobre o *cash flow* esperado. Esta análise, que se debruçou sobre um período de doze anos, demonstra que o risco mais elevado está associado a obrigações com vencimento nos 12 meses seguintes (por comportarem risco de refinanciamento) e a algumas obrigações de taxa variável, mas não a obrigações de taxa fixa a longo prazo. Uma gestão activa permitiria à PI adoptar uma política de reforço dos rendimentos coerente com as condições de mercado actuais, assim como modificar a sua carteira com base nas suas estratégias de maximização dos rendimentos.

De acordo com as autoridades italianas, a Convenção baseou-se em taxas variáveis devido à necessidade de proteger os interesses de ambas as partes: a PI pretendia uma remuneração justa de acordo com o mercado, enquanto o Tesouro pretendia que o custo de financiamento estivesse em conformidade com o custo da sua própria dívida a médio e longo prazo.

A Itália argumenta que, se a PI constituísse uma carteira de duração infinita, aplicaria 60 % em obrigações do Estado da zona do euro a trinta anos e em obrigações do Tesouro francês (OAT) a cinquenta anos, e 40 % em obrigações do Tesouro com duração entre 0 e 10 anos. Esta carteira, extremamente teórica e improvável, teria gerado um rendimento de 3,6 % em 2005, 3,65 % em 2006 e 3,7 % em 2007. A volatilidade dos rendimentos seria muito baixa, mas a exposição ao risco seria significativa devido à sua duração extremamente longa.

(86) O estudo […] indica igualmente que, ao limitar as opções de investimento, a Obrigação implica custos de oportunidade e riscos para a PI. O depósito junto do Tesouro estava associado exclusivamente ao risco de crédito da República da Itália, impedindo a PI de procurar oportunidades de investimento diversificadas no mercado das obrigações do Estado da zona do euro. O risco de crédito foi agravado pelo risco de liquidez devido ao carácter de longo prazo do depósito e à inexistência de direitos de resgate antecipado. Estima-se actualmente que os custos de oportunidade associados à impossibilidade de investir numa carteira de fundos diversificada com base em riscos de crédito correspondam a 1 %-1,50 % por ano, se forem tomadas em consideração as entidades financeiras europeias de categoria AA no mercado das obrigações, e a 0,60 %-1,00 % por ano, se forem tomadas em consideração as empresas europeias de categoria AA no mercado das obrigações. É difícil avaliar a limitação da gestão activa de uma carteira de investimentos: o exemplo da La Poste, assim como uma gestão activa idêntica à do sistema de negociação, com investimentos em obrigações do Estado da zona do euro, demonstram ser possível obter rendimentos superiores aos obtidos com o depósito junto do Tesouro.

(87) No intuito de demonstrar a vantagem de uma gestão activa (com base em taxas de juro fixas), as autoridades italianas justificam a comparação entre o mecanismo previsto na Convenção (com base em taxas de juro variáveis) e os modelos quantitativos automáticos utilizados pela […], afirmando que é prática habitual dos operadores do mercado que negoceiam em obrigações, assim como da PI desde 2007, investir em obrigações de taxa fixa. Acrescentam ainda que esta comparação não deve ser efectuada entre obrigações de taxa variável e de taxa fixa, mas sim entre uma gestão activa e uma gestão passiva dos fundos.

(88) Por último, a Itália considera que o mecanismo de remuneração previsto na Convenção, que aplica taxas de juro a curto prazo à componente volátil dos fundos depositados em contas postais à ordem, constitui uma estimativa adequada do risco efectivo de liquidez coberto pelo Tesouro.

Críticas às observações da ABI

(89) De acordo com a Itália, a taxa das contas postais à ordem não pode ser indexada a parâmetros a curto prazo (tais como o rendimento de certificados do Tesouro a doze meses) devido à estabilidade dos fundos mobilizados.

(90) Ao basear a análise no ano de referência de 2005, como fez a ABI, os dados obtidos são enganosos, uma vez que foi em 2005 que as taxas de juro a curto prazo atingiram os seus níveis mínimos: o rendimento dos certificados do Tesouro a doze meses foi de 2,21 %, 1,69 % abaixo da taxa determinada pela Convenção. A Itália argumenta que a parcialidade da análise da ABI é confirmada pelo facto de, em Fevereiro de 2007, o rendimento de um certificado do Tesouro a doze meses ser de cerca de 3,9 % e de a diferença entre este valor e a média do cabaz previsto na Convenção, que era de 4,5 % nessa altura, ser de – 0,60 %, quase um terço da diferença referida pela ABI.

(91) Relativamente à comparação efectuada pela ABI com a remuneração obtida pela CDP com os fundos depositados junto do Estado (taxa de juro variável a seis meses equivalente à média aritmética simples do rendimento dos certificados do Tesouro a seis meses e do índice mensal Rendistato), a Itália defende que a CDP não pode ser comparada à PI, visto tratar-se de uma empresa diferente em termos de estrutura, actividades, objectivos, operações, organização e políticas de investimento. Em segundo lugar, tendo em conta que o índice mensal Rendistato representa uma taxa a médio e longo prazo, a Itália alega que a ABI está a contradizer-se quando argumenta que os fundos da PI depositados junto do Tesouro deviam ser remunerados de acordo com parâmetros de curto prazo.

(92) A Itália salienta ainda que os fundos depositados em contas postais à ordem são únicos no mercado, sendo difícil identificar qualquer tipo de substituto. Contudo, a estabilidade dos fundos depositados permite que, na prática, sejam considerados equivalentes a um instrumento de mobilização de fundos a mais longo prazo, tornando irrelevante qualquer comparação com os certificados do Tesouro a 12 meses que são instrumentos a curto prazo.

7. APRECIAÇÃO DAS MEDIDAS

(93) A medida em análise refere-se ao regime estabelecido pela Lei das Finanças e pela Convenção de 2006 que define a taxa de empréstimo que o Tesouro deve pagar à PI pelos fundos depositados.

(94) Para determinar se uma medida constitui um auxílio estatal na acepção do n.º 1 do artigo 87.º, a Comissão deve apreciar se o regime:

— é garantido pelo Estado ou através de recursos estatais,

— confere uma vantagem económica,

— é passível de falsear a concorrência, favorecendo certas empresas ou certas produções,

— afecta as trocas comerciais entre os Estados-Membros.

7.1. **Utilização de recursos estatais**

(95) Para constituírem um auxílio estatal, as vantagens devem ser atribuíveis ao Estado e concedidas directa ou indirectamente através de recursos estatais.

(96) A remuneração é paga pelo Ministério dos Assuntos Económicos/Tesouro em conformidade com leis, regulamentos e acordos específicos aplicáveis à PI.

(97) Por conseguinte, as duas condições cumulativas acima referidas estão preenchidas. Os juros pagos à PI provêm de recursos estatais.

7.2. **Selectividade**

(98) O n.º 1 do artigo 87.º proíbe auxílios «favorecendo certas empresas ou certas produções», ou seja, auxílios selectivos.

(99) Nem todas as empresas podem manter uma conta à ordem remunerada junto do Tesouro, embora, teoricamente, e tendo em consideração a natureza e a economia do sistema, pudessem beneficiar deste tipo de regime. Não obstante, a Itália não demonstrou que o número muito limitado de operadores que beneficiam destas contas se justifique pela natureza e pela economia do sistema.

(100) Além disso, a Lei das Finanças e a Convenção de 2006 são aplicáveis unicamente à PI.

(101) Consequentemente, as taxas de empréstimo aplicadas à PI são selectivas.

7.3. **Efeito sobre as trocas comerciais entre os Estados-Membros e distorção da concorrência**

(102) O n.º 1 do artigo 87.º proíbe auxílios que afectem as trocas comerciais entre os Estados-Membros e que falseiem ou ameacem falsear a concorrência.

(103) Para apreciar estas duas condições, não compete à Comissão determinar se os auxílios têm um efeito real sobre as trocas comerciais entre os Estados-Membros e se existe uma distorção efectiva da concorrência, mas apenas analisar se estes auxílios são susceptíveis de afectar as trocas comerciais e de falsear a concorrência ([42]). Quando os auxílios concedidos por um Estado-Membro reforçam a posição de uma empresa em relação a outras empresas concorrentes a nível do comércio intracomunitário, deve considerar-se que estas são afectadas por tais auxílios.

(104) A PI não tem, necessariamente, de desenvolver actividades a nível do comércio intracomunitário. Os auxílios concedidos por um Estado-Membro a uma empresa podem ajudar a manter ou reforçar a actividade nacional, levando a que as empresas de outros Estados-Membros tenham menos possibilidade de penetração no mercado do Estado-Membro em questão. Por outro lado, o reforço de uma empresa que, até então, não desenvolvia actividades a nível do comércio intracomunitário pode colocá-la numa posição que lhe permita penetrar no mercado de outro Estado-Membro.

(105) Conforme descrito pormenorizadamente na secção 2 da presente decisão, «Actividade da PI e da Bancoposta — Mercados relevantes», já existia alguma concorrência no sector postal italiano mesmo antes da liberalização gradual promovida pela legislação comunitária.

(106) Sabe-se que o principal desafio dos operadores comunitários do serviço postal público tem sido o aumento da pressão concorrencial em todos os segmentos do mercado — correspondência postal, encomendas e serviços de correio expresso. Embora os mercados dos serviços de encomendas e de correio expresso estejam abertos à concorrência há décadas, os monopólios legais no segmento da correspondência postal têm colocado fortes entraves ao desenvolvimento da concorrência. Do ponto de vista das autoridades de regulamentação nacional e dos operadores do serviço postal público, a concorrência nos segmentos das encomendas e do correio expresso tem sido considerável, tanto a nível nacional como internacional, enquanto no segmento da correspondência postal está ainda a dar os primeiros passos ([43]).

([42]) Ver, por exemplo, o acórdão do Tribunal de Justiça no processo C-372/97, *República Italiana contra Comissão* n.º 44, Colectânea 2004, p. I-3679.

([43]) Estudo da wik-Consult, *The Evolution of the Regulatory Model for European Postal Services*, Julho de 2005.

(107) Em especial, os serviços de correio expresso e de encomendas destinados a empresas e os serviços logísticos têm sido desenvolvidos na Itália por empresas privadas, algumas das quais, como a TNT e a DHL, têm sede noutros Estados-Membros. Um relatório publicado em 2004 pela Comissão ([44]) salienta o facto de vários operadores do serviço postal (Royal Mail no Reino Unido, TPG nos Países Baixos, Deutsche Post na Alemanha e La Poste na França) terem adquirido empresas de serviços postais situadas na Itália.

(108) Relativamente aos serviços financeiros, a Comissão refere que o sector bancário está aberto à concorrência há muitos anos. A liberalização progressiva tem vindo a reforçar a concorrência já iniciada pela livre circulação de capitais prevista no Tratado CE.

(109) Por outro lado, conforme já explicado num caso de auxílios estatais anterior relacionado com a PI, antiga Ente Poste Italiane ([45]), a PI concorre com bancos e operadores financeiros cujos produtos podem, em grande medida, ser substituídos por produtos da PI. Mais importante ainda, as contas postais à ordem concorrem com contas bancárias à ordem em locais onde tanto os bancos como a PI possuem agências. Nos últimos anos, a PI alargou consideravelmente a gama de serviços de pagamento que propõe aos seus clientes, passando a oferecer, para além dos instrumentos postais tradicionais, tais como certificados de depósito de contas à ordem e vales de correio, um conjunto de instrumentos que, até então, eram exclusivos dos bancos (cartões de débito e de crédito, transferências de créditos ou domiciliação de pagamentos de facturas de serviços de utilidade pública). Em alguns casos (cartões de débito e domiciliação de pagamentos), o serviço é prestado pela própria PI, enquanto, noutros casos, a PI distribui os produtos de terceiros (bancos, no caso dos cartões de crédito). Estas medidas contribuíram para que um aumento da substituibilidade entre os serviços financeiros oferecidos pela PI e os serviços incluídos na oferta dos bancos.

(110) É provável que os bancos e outras entidades do mercado financeiro italiano sejam prejudicados pelo auxílio concedido. Em especial, ma medida em que a remuneração paga pelo Tesouro relativamente aos montantes depositados pela PI ultrapassa a referência pertinente do mercado, a PI pode ser incentivada a expandir a sua actividade de mobilização de depósitos para além do nível que teria adoptado se obtivesse apenas a remuneração normal do mercado. As oportunidades de mercado para os bancos diminuiriam em conformidade.

([44]) Estudo da wik-Consult, *Main Developments in the European Postal Sector*, Julho de 2004. Consultar nomeadamente o quadro 5.1.6 *Geographical distribution and business focus of companies acquired by the «Big four» (1998 and before until June 2004)*.

([45]) Decisão de 12 de Março de 2002 (JO L 282 de 19.10.2002, p. 29).

(111) Pelo mesmo motivo, no entender da Comissão, a medida dificulta a penetração no mercado italiano de empresas com sede noutros Estados-Membros. Existem bancos de diferentes Estados-Membros com actividades em Itália, quer directamente através de sucursais ou escritórios de representação, quer indirectamente mediante o controlo de bancos e instituições financeiras com sede em Itália. As recentes transacções de capital transfronteiriças que envolveram bancos italianos como o Antonveneta e o BNL são exemplos desta situação. Ambos os tipos de penetração no mercado são afectados pelo reforço da posição da PI no mercado.

(112) Em conclusão, existem trocas comerciais entre Estados-Membros nos sectores postal e dos serviços financeiros. A taxa de empréstimo reforça a posição da PI em relação a empresas postais e bancos que desenvolvem actividades a nível do comércio intracomunitário. Por conseguinte, a medida é susceptível de afectar estas trocas comerciais e de falsear a concorrência.

7.4. **Vantagem económica**

(113) Para constituir um auxílio estatal, uma medida deve favorecer as empresas em causa.

7.4.1. *Contexto da análise*

(114) Conforme já referido, as taxas de empréstimo a pagar nos termos da Lei das Finanças e da Convenção de 2006 irão conferir uma vantagem económica se forem superiores à taxa que um mutuário privado que desenvolve a sua actividade em condições de mercado estaria disposto a pagar à PI pelos fundos depositados, em função da respectiva natureza e montante.

(115) No âmbito da apreciação da medida, a Comissão irá analisar se a Convenção fixa uma remuneração idêntica à que um mutuário privado numa economia de mercado estaria disposto a pagar pelos fundos depositados, tomando em especial consideração a Obrigação e os riscos financeiros associados (secção 7.4.2). Uma remuneração adequada deve reflectir tanto o rendimento como o risco esperados, e não apenas os resultados em termos de rendimento determinados *ex post*.

(116) Além disso, a Itália tem argumentado repetidamente que a Obrigação colocou a PI em desvantagem, uma vez que a empresa teria obtido rendimentos mais elevados se não fosse aplicável. A Comissão irá analisar se este argumento da Itália tem fundamento (secção 7.4.3).

(117) A apreciação pela Comissão implica uma análise económica complexa. Ao adoptar um acto que implica uma apreciação desta natureza, a Comissão goza de um amplo poder de apreciação ([46]).

(118) Por último, a Convenção, que entrou em vigor em 4 de Abril de 2006, foi celebrada em 23 de Fevereiro de 2006 ([47]). A análise efectuada pela Comissão deve basear-se nas informações disponibilizadas às partes signatárias da Convenção até Fevereiro de 2006.

7.4.2. *O teste do mutuário pendente numa economia de mercado*

(119) Para definir a taxa de empréstimo, um mutuário pendente numa economia de mercado (adiante designado por «mutuário privado») teria considerado essencialmente os seguintes factores:

— o valor bruto dos fundos depositados,

— as componentes estável e volátil dos depósitos,

— a vida média e as variações dos depósitos,

— os riscos financeiros suportados.

(120) Estes aspectos estão inter-relacionados, determinando em conjunto a taxa que um mutuário privado estaria disposto a pagar do ponto de vista da relação risco/rendimento. A presente decisão analisará individualmente cada um destes factores, o que permitirá chegar a uma conclusão quanto à estrutura e ao montante das taxas de juro associadas, de modo a poder quantificar a diferença entre as taxas fixadas pela Convenção e as taxas que o mutuário privado estaria disposto a pagar.

7.4.2.1. Valor bruto dos fundos depositados

(121) Antes de 2004, os fundos mobilizados através de contas postais à ordem eram depositados não só junto do Tesouro, mas também junto da CDP ([48]). O quadro seguinte apresenta o volume médio das contas postais à ordem e o número médio de depósitos junto do Tesouro:

Quadro 4

(mil milhões de EUR)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Contas postais à ordem	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]
Depósitos junto do Tesouro	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]

(122) O aumento acentuado dos depósitos junto do Tesouro a partir de 2002 está relacionado com a criação da conta BancoPosta. Antes do lançamento da conta BancoPosta, a conta postal à ordem não era um instrumento adequado do mercado a retalho, dada a inexistência de serviços associados (tais como cartões de crédito e de débito), destinando-se sobretudo à administração pública e às empresas com elevado volume de facturação (serviços nacionais de utilidade pública).

([46]) Acórdão do Tribunal de Primeira Instância no processo T-198/01, *Technische Glaswerke Ilmenau* n.º 97, Colectânea 2004, p. II – 2717.
([47]) Com efeitos retroactivos a 2005.
([48]) Os mutuários privados tomariam em consideração apenas os fundos que poderiam utilizar.

(123) As autoridades italianas afirmam que as contas postais à ordem proporcionam ao Tesouro uma fonte de fundos estável e fiável, constituindo uma alternativa ao mercado. Por outro lado, a Itália argumenta que, em 2005-2006, quando a Convenção foi elaborada e assinada, se esperava um crescimento dos depósitos em contas postais à ordem.

(124) Neste contexto, um montante de 35 mil milhões de EUR provenientes de um único mutuante constitui um empréstimo considerável. Contudo, a Comissão salienta que o Tesouro italiano emitiu obrigações com vencimentos a curto e a longo prazo num montante de cerca de 400 mil milhões de EUR anuais durante o período 2001-2005 ([49]), e que se registou uma subscrição excessiva destas emissões. Por conseguinte, durante esse período não se registou qualquer escassez de fundos no mercado.

(125) A Comissão observa ainda que o aumento dos depósitos em contas postais à ordem não implica necessariamente um aumento dos depósitos junto do Tesouro, dada a possibilidade, pelo menos teórica, de a Obrigação ser alterada (ver *infra*).

7.4.2.2. Componentes estável e volátil dos depósitos

(126) Regra geral, a remuneração que um mutuário privado estaria disposto a pagar depende da duração dos fundos disponibilizados. Os fundos investidos a longo prazo são normalmente remunerados a uma taxa superior à dos fundos investidos a curto prazo. No caso da Convenção, os fundos não são verdadeiramente investidos: se o nível dos depósitos mobilizados pela PI descer, o montante dos fundos depositados junto do Tesouro desce de forma correspondente. Contudo, o nível histórico dos fundos e a sua evolução ao longo do tempo demonstram ser possível distinguir entre uma componente estável e uma componente volátil dos depósitos.

(127) Uma vez que o Tesouro obtém, neste caso, acesso a uma fonte de financiamento relativamente estável, as autoridades italianas argumentam ser apropriado basear a remuneração num valor de referência que reflicta parcialmente a natureza a longo prazo dos fundos. No entender da Comissão, um mutuário privado associaria a remuneração da maior parte dos fundos, considerada estável, a parâmetros de médio ou longo prazo e a remuneração da parte restante, considerada volátil, a parâmetros de curto prazo.

(128) Conforme anteriormente referido, a Itália considerou que a componente estável dos depósitos em contas postais à ordem é equivalente ao nível mínimo do total anual de depósitos em contas postais à ordem. A diferença entre este nível mínimo do total anual dos depósitos e a média anual dos depósitos em contas postais à ordem constitui a componente volátil do total anual dos depósitos em contas postais à ordem.

(129) Segundo informações fornecidas pela Itália, confirmadas pela Comissão, há outras instituições financeiras que estabelecem uma distinção entre componentes «estáveis» e «instáveis» para caracterizar o nível dos depósitos mobilizados na sua actividade normal. Recorrem a diferentes metodologias para fazer esta distinção ([50]), mas o método proposto pelas autoridades italianas é relativamente simples de aplicar. Além disso, o valor de referência obtido com base neste método parece aproximar-se do resultado obtido com outras abordagens.

(130) Por conseguinte, a Comissão pode aceitar a metodologia proposta pela Itália para diferenciar as componentes estável e volátil dos depósitos.

([49]) Além disso, os fundos depositados pela PI junto do Tesouro representam apenas 2,8 % da quantidade restante de obrigações do Estado em 31 de Dezembro de 2005.

([50]) O método conservador aplicado no estudo […] parece ser um exemplo utilizado com frequência.

(131) No quadro seguinte são apresentados os montantes depositados em termos absolutos desde 1995:

Quadro 5

(mil milhões de EUR)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Média dos depósitos em contas postais à ordem	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]
Média dos depósitos estáveis (*igual ao nível mínimo do total dos depósitos no ano civil*)	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]
Média do dos depósitos voláteis	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]	[…]

(132) A Comissão estima que a componente estável e a componente volátil representam, em média, 85,4 % e 14,6 % das contas postais à ordem durante o período 1995-2005, respectivamente, com um desvio padrão de 4,1 % para a componente volátil. Além disso, nos últimos anos, a componente volátil dos depósitos tem vindo a diminuir significativamente, atingindo 10,5 %, em 2005, numa base anual. Com base em cálculos mensais, trimestrais e semestrais, a componente volátil dos depósitos atinge, em média, um valor próximo ou inferior a 10 % nos períodos 1995-2005 e 2001-2005, tendência confirmada pelos primeiros meses de 2006.

(133) Em conclusão, a Comissão entende que 90 % dos depósitos em contas postais à ordem podem ser considerados relativamente estáveis e 10 % relativamente voláteis.

(134) Enquanto a Obrigação for aplicável, a Comissão considera que, em termos percentuais, as componentes estável e volátil dos depósitos em contas postais à ordem se reflectiriam num depósito junto de um mutuário privado.

(135) Por conseguinte, nos termos da Convenção, parece justificar-se neste caso uma ponderação de 10 % para a componente de curto prazo da taxa de empréstimo. Assim sendo, aplica-se uma ponderação de 90 % para a componente de médio e longo prazo. Conforme se demonstrará adiante, no que se refere à componente de médio e longo prazo, não é necessário aprofundar a análise relativa à ponderação de 10 % atribuída à componente de médio prazo e de 80 % atribuída à componente de longo prazo.

7.4.2.3. Vida média e variações dos depósitos

(136) A análise dos passivos no balanço das fontes de financiamento requer que um banco compreenda as características dos seus financiadores e dos instrumentos de financiamento. Para avaliar os *cash flows* decorrentes do seu endividamento, um banco começaria por analisar o comportamento dos passivos em condições de actividade normais, determinando em especial:

— o nível normal de refinanciamento de depósitos e outros passivos,

— o prazo de vencimento efectivo dos depósitos de levantamento à ordem, tais como depósitos em contas à ordem e vários tipos de contas de poupança,

— o crescimento normal dos novos depósitos.

(137) À semelhança da análise dos refinanciamentos e dos novos pedidos de empréstimo, são várias as metodologias que um banco pode utilizar para determinar os prazos de vencimento efectivos dos seus passivos, tais como padrões históricos de comportamento dos depósitos. No caso dos depósitos à ordem, tanto de particulares como de empresas, muitos bancos efectuam uma análise estatística que toma em consideração factores sazonais, variações das taxas de juro e outros factores macroeconómicos. No que se refere a grandes depositantes do mercado grossista, o banco pode analisar caso a caso a probabilidade de refinanciamento. A dificuldade em estabelecer estas estimativas do comportamento dos passivos aumentou com a crescente concorrência proveniente de alternativas de investimento aos depósitos. São igualmente avaliados os *cash flows* decorrentes do passivo do banco em circunstâncias excepcionais (problemas específicos do banco ou problemas gerais do mercado).

(138) Neste contexto, a Comissão analisou em pormenor os dados fornecidos pela Itália sobre o modelo estatístico utilizado pela PI para identificar as tendências conservadoras e estimadas dos fundos depositados em contas postais à ordem, com base numa análise das tendências históricas (o estudo […]) ([51]).

(139) A Comissão salienta que o estudo […] tem por objectivo quantificar a duração comportamental dos depósitos em contas postais à ordem e que a […] não apresenta quaisquer conclusões sobre a duração do depósito junto do Tesouro.

(140) Para determinar a vida média pertinente dos depósitos, a Comissão deve considerar dois tipos possíveis de gestão dos fundos: activa e passiva.

Gestão passiva dos fundos

(141) A Itália argumenta que, no contexto específico da gestão passiva da liquidez da PI em 2005 e 2006, os critérios de identificação da duração dos fundos depositados em contas postais à ordem são identificados pelo modelo […]. Este modelo probabilístico baseia-se numa análise da volatilidade histórica das contas postais à ordem e no comportamento dos titulares de contas da PI ([52]), identificando a dinâmica comportamental dos clientes da PI com um intervalo de confiança de 99 %.

(142) Com base na especificação VaR deste modelo, que utiliza um horizonte temporal de 10 anos, […]% dos fundos têm uma duração comportamental «quase ilimitada» (ou seja, considerar-se muito improvável que o montante dos depósitos desça para um nível inferior a dois terços no prazo de 10 anos), e a restante percentagem tem uma duração que varia entre 0 e 10 anos (ou seja, espera-se que estes depósitos sejam levantados no prazo de 10 anos).

(143) A Comissão considera que a gestão passiva dos fundos da PI se deve sobretudo à Obrigação. É, portanto, fundamental avaliar a forma como um mutuário privado teria analisado a Obrigação e a respectiva manutenção ao longo do tempo ([53]).

(144) Em primeiro lugar, a Obrigação prevê que a vida média de todos os fundos depositados em contas postais à ordem seja transferida para a conta à ordem da PI junto do Tesouro. A Itália concorda que a Obrigação é um argumento fundamental para considerar que a maior parte do depósito junto do Tesouro é de longo prazo. Sem a Obrigação, o depósito efectuado pela PI seria praticamente idêntico a uma conta à ordem junto de um mutuário privado.

(145) Em segundo lugar, conforme demonstrado na figura abaixo, os montantes depositados junto do Tesouro têm variado consideravelmente desde 1995 ([54]).

Figura 2

[…]

(146) Estas variações devem-se sobretudo às alterações da legislação nacional aplicável:

— a queda súbita dos depósitos em 1996 e 1997, quando a Lei n.º 662 de 23 de Dezembro de 1996 impôs o encerramento das contas utilizadas pelo Tesouro para pagar aposentações,

([51]) Não obstante a inexistência de um estudo estruturado formal, a Comissão considera que, de qualquer forma, a PI e o Tesouro tiveram acesso a dados e resultados idênticos com base no histórico das contas postais à ordem e nas suas perspectivas de futuro.

([52]) A tendência conservadora baseia-se numa previsão prudente do número mínimo de depósitos nos próximos anos, tendo em conta o padrão histórico de aberturas e encerramentos de depósitos (método VaR).

([53]) A Comissão considera que um mutuário do mercado privado teria efectuado este tipo de análise, sobretudo tendo em conta o valor bruto em questão (ver nomeadamente o considerando 137, onde se salienta que, para alguns grandes depositantes, um banco pode proceder a uma análise caso a caso da probabilidade de reinvestimento).

([54]) Apesar dos argumentos apresentados pela Itália, não existem razões para restringir a avaliação deste factor aos dados relativos ao período 2001-2006. Embora se possa concordar que a criação da conta BancoPosta teve um impacto importante sobre os depósitos em contas postais à ordem, e mesmo sobre o modelo empresarial das actividades financeiras da PI, um mutuário privado teria considerado um período mais alargado.

— a introdução da conta BancoPosta, prevista na Lei n.º 144/2001, deu origem a um aumento acentuado dos depósitos em contas postais à ordem em 2001,

— o depósito junto do Tesouro cresceu substancialmente em 2004, em comparação com anos anteriores, em resultado do Decreto ministerial de 5 de Dezembro de 2003, nos termos do qual o Tesouro sucedeu à CDP na gestão das relações decorrentes do serviço postal de contas à ordem.

(147) As autoridades italianas confirmam que estas alterações legislativas surgiram na sequência da decisão do Tesouro de atribuir uma maior autonomia financeira à PI. Este processo, iniciado com a transformação da PI em sociedade anónima em 1998, foi marcado pelo lançamento da conta do serviço postal BancoPosta em 2001.

(148) No início de 2007 verificou-se uma situação idêntica, não inteiramente previsível em 2005-2006 (sobretudo no que se refere à data precisa de ocorrência), quando a Lei das Finanças de 2007 reduziu significativamente o âmbito da Obrigação, o que provocou uma queda acentuada dos montantes depositados pela PI junto o Tesouro: em Dezembro de 2007, o depósito junto do Tesouro representava apenas cerca de 25 % do total de depósitos em contas postais à ordem. A Comissão considera que, à data de celebração da Convenção, um operador prudente devia ter antecipado esta alteração legislativa, assim como as respectivas consequências, nomeadamente a redução do montante depositado junto do Tesouro ou de um mutuário privado, consoante o caso, dada a tendência de reforço da independência da gestão financeira da PI iniciada alguns anos antes.

(149) No entender da Comissão, quando a Convenção foi negociada, um mutuário privado teria previsto que viessem a ocorrer alterações à Obrigação num prazo não superior a cinco anos. Conforme demonstrado na figura 2 e no considerando 146 *supra*, no período 1995-2005, altura em que o Tesouro pretendia conferir maior autonomia financeira à PI, a legislação foi alterada uma primeira vez em 1997, uma segunda vez quatro anos depois e uma terceira vez dois anos depois. Um mutuário privado teria tomado estes aspectos em consideração e teria contado com novas alterações à legislação num prazo máximo de cinco anos, incluindo um possível período transitório de alguns meses. Um mutuário privado prudente não teria esperado beneficiar do depósito do serviço postal durante um período superior a cinco anos.

(150) Neste contexto, não é possível aceitar o argumento da Itália segundo o qual a Obrigação tem uma duração ilimitada. Um mutuário privado apenas teria considerado que Obrigação tinha duração indefinida se a legislação aplicável não estivesse sujeita a alterações, o que não era obviamente o caso no fim de 2005 (a partir de uma observação *ex post*). A Comissão não aceita igualmente outro argumento apresentado pela Itália, ou seja, que à data de celebração da Convenção o Tesouro era obrigado a tomar em conta a Obrigação e não podia antecipar possíveis alterações legislativas, o que excedia a sua competência. À semelhança de um mutuário prudente numa economia de mercado, o Tesouro devia ter tomado em consideração este aspecto fundamental.

(151) Por outro lado, as variações dos montantes depositados junto do Tesouro no período 1995-2005, resultantes das alterações legislativas, teriam induzido um mutuário privado a considerar a vida média de cinco anos identificada no modelo conservador anteriormente referido como limite máximo para determinação da sua própria oferta de taxa.

(152) Por conseguinte, no contexto da gestão passiva dos fundos, a Comissão considera que, tendo em conta o reforço da autonomia financeira da PI (com o risco de alterações legislativas passíveis de provocar uma redução significativa dos montantes depositados junto do Tesouro ou de um mutuário privado), um prazo de vencimento de cinco anos teria sido considerado por um mutuário privado, na altura da negociação da Convenção, como o prazo de vencimento máximo para efeitos de determinação da sua própria oferta.

Gestão activa dos fundos

(153) A Itália considera que, no âmbito específico da gestão activa da liquidez da PI (que se tornou uma realidade a partir de 2007), o modelo […] apoia a opção da PI quanto a um investimento optimizado dos activos e à solução de compromisso entre risco e rendimento. Neste contexto, e com base numa hipótese muito conservadora, é razoável que a PI adopte um investimento dos activos com uma vida média de […]-[…] anos, consoante o modelo utilizado ([55]).

(154) A este respeito, a Comissão salienta que:

([55]) Este segundo modelo, proposto pela […], baseia-se numa hipótese ainda mais conservadora (horizonte temporal de […] anos e distribuição da componente de duração praticamente infinita durante um período de […]-[…] anos) e prevê uma vida média de […] ou […] anos (duração entre […] e […] anos), consoante seja adoptada uma abordagem VaR ou linear.

— para que a PI possa gerir activamente os seus depósitos, a Obrigação não pode estar em vigor,

— o modelo assenta no pressuposto de um horizonte temporal de dez anos (ou seja, o décimo ano representa a data de vencimento definitiva fixada para a componente de duração praticamente infinita),

— a definição da (hipotética) carteira de investimentos correspondente baseia-se numa tendência conservadora ([56]),

— a duração do montante total dos fundos depositados em contas postais à ordem difere da duração de uma única conta postal à ordem,

— o tipo de modelo conservador desenvolvido pela […] é utilizado por vários bancos italianos no âmbito da gestão activa dos fundos, com vista a determinar a duração comportamental das suas contas à ordem e, posteriormente, a reflectir esta duração comportamental na sua gestão de activos e passivos.

(155) A Comissão salienta que, num contexto de gestão activa dos fundos, a vida média do montante total dos fundos depositados em contas postais à ordem não é superior a cinco anos.

(156) Em conclusão, independentemente de uma gestão activa ou passiva dos fundos, o prazo de vencimento efectivo dos depósitos considerado por um mutuário privado não seria superior a cinco anos.

7.4.2.4. Conclusão intercalar: referências pertinentes para a taxa de empréstimo

(157) Conforme já referido, de acordo com a Itália, a componente estável do depósito, considerada de longo prazo, reflecte-se no elemento de longo prazo da taxa de empréstimo [90 %, repartidos entre i) 10 % associados ao rendimento das obrigações do Tesouro a dez anos e ii) 80 % associados ao rendimento das obrigações do Tesouro a trinta anos]. A componente volátil reflecte-se no elemento de curto prazo da taxa de empréstimo (10 %, investidos em certificados do Tesouro a doze meses).

(158) Por conseguinte, o prazo de vencimento ponderado dos instrumentos que compõem a taxa de empréstimo fixada na Convenção é de 25 anos.

(159) A Comissão reconhece que um mutuário privado associaria a remuneração da maior parte da liquidez, considerada estável, a parâmetros de médio ou longo prazo e a remuneração da parte restante, considerada volátil, a parâmetros de curto prazo.

(160) Sabendo que um mutuário privado teria estimado o prazo de vencimento máximo efectivo da componente estável dos depósitos em cinco anos, a remuneração do mercado para esta componente deveria basear-se no rendimento de obrigações do Tesouro a cinco anos. De acordo com a Comissão, faz sentido utilizar estas obrigações do Tesouro a mais de um ano como referência a médio e longo prazo, visto tratar-se de instrumentos financeiros que servem de referência aos investidores.

(161) O elemento de curto prazo da taxa de empréstimo refere-se à componente volátil do depósito junto do Tesouro ou de um mutuário privado. Diariamente, se os montantes depositados em contas postais à ordem descerem comparativamente com os do dia anterior, a diferença deve ser automaticamente devolvida à PI. Nestas circunstâncias, um mutuário privado não investiria a componente volátil dos depósitos em certificados do Tesouro a 12 meses.

(162) Para gerir as variações diárias dos depósitos, a Comissão considera que a referência adequada seriam os certificados do Tesouro a três meses e os instrumentos a um dia ([57]). A remuneração paga à PI deve reflectir a taxa de juro destes dois instrumentos.

(163) Embora, em teoria, sejam possíveis várias combinações de instrumentos a curto prazo, a Comissão considera que uma repartição 50-50 ([58]) entre certificados do Tesouro a três meses e instrumentos a um dia permitiria uma gestão adequada do risco e está de acordo com o comportamento de um operador do mercado prudente.

([56]) Em contrapartida, a tendência estimada permite prever a forma como os fundos depositados em contas postais à ordem irão evoluir com base em cenários macroeconómicos razoáveis e em actividades comerciais normais. Esta tendência é utilizada para definir objectivos orçamentais.

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

([58]) Isto significa que uma volatilidade diária de 5 % é considerada um valor máximo em condições normais, o que parece ser uma ordem de grandeza razoável.

(164) Embora a taxa de juro interbancária a um dia esteja associada ao mercado monetário interbancário e não represente o peso do serviço da dívida do Tesouro, a Comissão considera que esta pode ser utilizada como equivalente da taxa aplicável às operações a um dia.

(165) A Comissão salienta que, após a entrada em vigor da Lei das Finanças de 2007, a PI começou a gerir activamente os fundos provenientes de contas postais à ordem. A vida média dos investimentos da PI em obrigações é de […] a […] anos ([59]), sendo 85 % investidos em obrigações com um prazo de vencimento entre […] e […] anos, e o restante investido em instrumentos com um prazo de vencimento máximo de […] ano. Estes valores corroboram as conclusões da Comissão *a posteriori*.

7.4.2.5. Riscos financeiros

(166) Regra geral, é possível distinguir quatro tipos principais de risco financeiro:

— risco de mercado (por exemplo, risco de capitais próprios, etc.),

— risco de crédito (risco de incumprimento),

— risco de liquidez (risco de liquidez de financiamento e risco de liquidez de mercado),

— risco de taxa de juro (risco da curva de rendimentos, risco de alteração dos preços).

(167) Tendo em conta a natureza dos fundos depositados, a Comissão entende que os riscos de crédito e de mercado são muito limitados ([60]).

(168) Os dois principais tipos de risco associados aos fundos depositados são o risco de taxa de juro e o risco de liquidez ([61]).

(169) O risco de taxa de juro ([62]) consiste no risco de subida das taxas de juro a curto prazo durante a vida de investimentos a longo prazo, enquanto as taxas de juro a longo prazo permanecem fixas ou, do ponto de vista de um valor de mercado equivalente, no risco de descida do valor de mercado do capital enquanto a curva de rendimentos sobe, visto que o valor dos activos descerá mais do que o dos passivos, se estes últimos tiverem uma duração efectiva mais curta.

(170) Contudo, o mecanismo de indexação da Convenção prevê uma revisão quinzenal das taxas das três componentes, o que justifica a indexação variável. Por conseguinte, os fundos depositados não estão sujeitos a um risco de perda de capital, mas apenas de perda de juros ([63]). No caso de uma taxa de juro variável, o risco é dividido entre as partes.

(171) O risco de liquidez do financiamento está relacionado com a capacidade de financiar aumentos dos activos e cumprir as obrigações à medida que vão vencendo ([64]). A gestão da liquidez é, pois, uma actividade importante das instituições financeiras ou dos bancos. A análise da liquidez de financiamento requer que, para além de determinar continuamente a posição de liquidez do banco, a administração analise também as probabilidades de evolução dos requisitos de financiamento face a vários cenários, incluindo condições adversas ([65]).

([59]) O estudo […] refere uma vida média de […] para a carteira da PI em 2007.

([60]) O relatório anual da PI de 2005 refere que: «O "risco de mercado" está relacionado com os activos financeiros que a PI pretende vender. Presentemente, não existem activos com o objectivo específico de negociação».
«O "risco de crédito" refere-se ao risco de incumprimento por parte de um devedor da PI. Uma vez que o Gruppo Poste não está autorizado a conceder empréstimos, o risco está limitado aos instrumentos financeiros que compõem a carteira de investimentos (risco do emissor)».

([61]) Comité de Basileia de Supervisão Bancária, *Principles for the Management and Supervision of Interest Rate Risk*, Banco de Pagamentos Internacionais, Setembro de 2003, p. 6-8 (http://www.bis.org/publ/bcbs102.pdf?noframes = 1); Comité de Basileia de Supervisão Bancária, *The Management of Liquidity Risk in Financial Groups*, Banco de Pagamentos Internacionais, Maio de 2006 (http://www.bis.org/publ/joint16.pdf?noframes = 1); Comité de Basileia de Supervisão Bancária, *Liquidity Risk: Management and Supervisory Challenges*, Banco de Pagamentos Internacionais, Fevereiro de 2008 (http://www.bis.org/publ/bcbs136.pdf?noframes = 1); *Principles of Liquidity Risk Management*, Instituto de Finanças Internacionais, Março de 2007, Apêndice 1.

([62]) O relatório anual da PI de 2005 refere que «o "risco da taxa de juro do *cash flow* e a política de cobertura" dizem respeito a activos financeiros remunerados a uma taxa variável. A empresa pode adoptar uma política de cobertura mediante a utilização de derivados financeiros limitados a categorias, concentrações ou montantes específicos».

([63]) Consultar também a carta de […] de 13 de Fevereiro de 2006.

([64]) O relatório anual da PI de 2005 refere que: «O "risco de liquidez" é o risco de uma entidade ter dificuldade em obter fundos suficientes para cumprir as obrigações decorrentes de instrumentos financeiros. O risco de liquidez pode surgir na sequência da incapacidade de vender rapidamente os activos financeiros a um preço próximo do preço justo ou de uma necessidade de mobilizar fundos a taxas inadequadas. Este risco é negligenciável, visto que existe um equilíbrio considerável, tem termos de duração, entre os investimentos e os empréstimos».

([65]) Consultar Comité de Basileia de Supervisão Bancária, *Sound Practices for Managing Liquidity in Banking Organizations*, Basileia, Fevereiro de 2000.

(172) No caso presente, o risco de liquidez de financiamento e o risco da curva de rendimentos são inteiramente assumidos pelo mutuário e não pela PI. Mais especificamente, no caso hipotético de os depositantes levantarem em massa os seus depósitos, o Estado seria obrigado a fornecer à PI os fundos necessários para devolver estes valores aos depositantes e a PI não teria de se refinanciar.

(173) A Comissão salienta que o regime não prevê o mesmo nível de certeza no que se refere aos fundos disponíveis para o mutuário. Quando um operador emite e vende obrigações, tem à sua disposição a totalidade do montante durante o período até ao vencimento das obrigações. O mecanismo de depósito não produz o mesmo resultado, visto que o dinheiro disponível para o mutuário varia diariamente, podendo mesmo sofrer uma redução significativa perante condições adversas.

(174) Consequentemente, a taxa de juro paga à PI devia, em princípio, ser inferior à taxa oferecida para obrigações com um prazo de vencimento equivalente. Por conseguinte, a Comissão considera que devia ser aplicada uma redução sobre a taxa de base que um mutuário privado estaria disposto a pagar, de modo a tomar em consideração o risco de liquidez de financiamento.

(175) A Comissão compreende a dificuldade em quantificar de forma precisa a redução relativa ao risco de liquidez. No caso presente, a Convenção e a metodologia da Comissão já prevêem uma redução adequada, definindo uma componente volátil e associando-a a uma taxa de juro baseada em instrumentos de muito curto prazo.

(176) Por último, a Comissão considera que os argumentos apresentados pela Itália para sustentar uma suposta rigidez do investimento paramétrico previsto na Convenção devem ser rejeitados pelos seguintes motivos:

i) Ignoram o risco de liquidez;

ii) Estão relacionados com outro argumento apresentado pela Itália sobre o custo de oportunidade associado à impossibilidade de gerir activamente os fundos, o qual é discutido e rejeitado na secção 7.4.3 da presente decisão;

iii) A alegação de que a Convenção previa a compensação da alegada rigidez só foi apresentada *ex post*. As autoridades italianas afirmaram que «a justificação da definição do cabaz não se baseou na determinação de um diferencial que compensasse esta restrição à autonomia da PI» e que «o cabaz acordado produziu, *ex post*, um diferencial que, por um lado, compensa a PI pelas limitações de investimento e, por outro, é justo para o Tesouro». Nada permite demonstrar que esta argumentação *ex post* tenha sido tomada em conta durante a negociação da Convenção, pelo que não pode ser considerada pertinente para efeitos da presente decisão.

7.4.2.6. Conclusão: definição da taxa oferecida por um mutuário privado; existência de auxílios estatais

(177) No quadro seguinte é apresentada uma comparação entre as taxas previstas na Convenção e as taxas que, de acordo com a análise da Comissão, um mutuário privado ([66]) ofereceria:

Quadro 6

	Convenção		Mutuário Privado	
	Instrumento/rendimento	Ponderação	Instrumento/rendimento	Ponderação
Componente estável	Obrigações BTP a trinta anos	80 %	Obrigações BTP a cinco anos	90 %
	Obrigações BTP a dez anos	10 %		
Componente volátil	Obrigações BOT a doze meses	10 %	Obrigações BOT a três meses	5 %
			Taxa de juro interbancária a um dia	5 %

([66]) À semelhança da Convenção, o cálculo aplicado a um mutuário privado é baseado em parâmetros de taxa variável (parâmetros revistos quinzenalmente).

Quadro 6a

	Taxa prevista na Convenção	Taxa aplicada por um mutuário privado
2005	3,90	2,81
2006	4,25	3,60
2007	4,70	4,23

(178) Visto que os instrumentos de referência utilizados na Convenção apresentam prazos de vencimento mais longos do que os de «mercado» e, consequentemente, geram rendimentos mais elevados durante o período em questão ([67]), e tendo em conta que a divisão do risco é mais favorável à PI do que se esta tivesse de assumir o risco de liquidez dos fundos depositados, a taxa de juro definida pela Itália confere uma vantagem à PI.

(179) Por conseguinte, o regime que consiste no pagamento da taxa de empréstimo pelo Tesouro relativamente aos fundos depositados pela PI nos termos da Lei das Finanças e da Convenção de 2006 constitui um auxílio estatal.

(180) Por último, a Comissão nota que não existe uma combinação individual de instrumentos de curto e longo prazo considerada como a única em conformidade com o mercado. No entender da Comissão, é o equilíbrio geral dos instrumentos utilizados e das respectivas ponderações que torna possível decidir se a taxa de empréstimo está de acordo com o princípio do mutuário prudente numa economia de mercado. A taxa de empréstimo prevista na Convenção não satisfaz este teste de proporcionalidade, que teria sido aplicado por um mutuário privado aos fundos depositados.

7.4.3. *Análise das políticas de investimento adoptadas pela PI na ausência da Obrigação*

(181) Para uma melhor compreensão, e do ponto de vista teleológico, convém analisar se os possíveis instrumentos alternativos referidos pela PI, caso não estivesse sujeita à Obrigação, teriam produzido rendimentos iguais ou superiores ao rendimento previsto na Convenção ou ao obtido com base na metodologia da Comissão.

(182) Na apreciação seguidamente descrita, a Comissão analisará o risco financeiro e o rendimento, factores que determinam o comportamento de um operador de mercado nas suas transacções financeiras.

7.4.3.1. Resumo dos argumentos apresentados pela Itália ([68])

(183) A Itália argumentou que a Obrigação penaliza a PI na sua actividade de aplicação de activos, visto que a empresa se vê privada de qualquer outra alternativa (possivelmente mais rentável) para a utilização dos fundos depositados pelos seus clientes em contas postais à ordem.

(184) De acordo com a Itália, na ausência da Obrigação, a PI teria:

i) Investido os fundos depositados em contas postais à ordem em instrumentos idênticos aos utilizados pelas divisões de seguros da PI, nomeadamente pela Poste Vita SpA. Baseando-se em cartas enviadas por vários intermediários financeiros (ver considerando 73), as autoridades italianas consideram que a remuneração fixada pela Convenção está em conformidade com a remuneração obtida pela Poste Vita SpA sobre os fundos investidos (ver considerando 74 e seguintes). Referem, designadamente, que as apólices de seguros de vida de classe I são produtos que podem ser considerados comparáveis às contas postais à ordem e que o rendimento médio obtido com

([67]) Embora a curva das taxas de juro se tenha invertido com base nas actuais taxas de juro a curto e longo prazo, esta situação não era previsível à data de assinatura da Convenção em 2005-2006.

([68]) Consultar a secção 6 para uma descrição pormenorizada dos argumentos apresentados pela Itália.

a gestão destes produtos (nomeadamente Posta Più) foi de 4,68 % durante o período 2002-2006, o que é coerente com a taxa média de 4,55 % prevista na Convenção; ou

ii) Diversificado a sua carteira com base no risco de crédito [ver considerando 85, alínea i)]; ou

iii) Adoptado uma estratégia de gestão activa dos fundos [ver considerando 85, alínea iv)], tendo em conta que uma gestão adequada dos fundos teria permitido auferir, continuamente, um rendimento superior, conforme demonstrado pela experiência do passado (caso La Poste e gestão activa de acordo com o modelo do sistema de negociação) e pelos desenvolvimentos futuros.

(185) Em primeiro lugar, a Comissão demonstrará que estas políticas alternativas de investimento não são pertinentes para a presente análise e, em segundo lugar, que os seus resultados não podem ser utilizados para comprovar que a Convenção não confere uma vantagem à PI.

(186) Partindo de uma comparação entre a PI e bancos do sector privado, a Itália argumenta igualmente [considerando 85, alínea ii)] que as margens de juro obtidas por alguns bancos do sector privado sobre a componente de depósito dos seus fundos são consideravelmente superiores às obtidas pela PI. Além disso, os padrões de investimento dos bancos que operam no sector público são idênticos aos da PI [considerando 85, alínea iii)]. Segundo a Itália, estes argumentos demonstram que a PI não beneficia de um auxílio estatal.

(187) A Comissão demonstrará que as comparações apresentadas pela Itália (nomeadamente no estudo […]) não são pertinentes.

7.4.3.2. Observações gerais relativas à pertinência do estudo […] e das cartas de intermediários financeiros

(188) O estudo […] e as cartas enviadas por intermediários financeiros à PI argumentando que a taxa de remuneração prevista na Convenção é comparável às taxas de mercado suscitam um comentário geral da Comissão.

i) As cartas e o estudo podem ter sido elaborados no âmbito das relações comerciais entre os respectivos autores e a PI, pelo que a Comissão as deve analisar com extrema prudência.

ii) As conclusões gerais do estudo […] levantam algumas dúvidas, uma vez que, segundo a […], «entende-se que os pressupostos e a conclusão inicial apresentada no presente documento se baseiam nas informações (e na interpretação das mesmas pela […]) fornecidas pela PI. Estas informações podem estar sujeitas a diferentes interpretações e, por conseguinte, dar origem a diferentes soluções e conclusões».

iii) A taxa de juro prevista na Convenção é indexada a parâmetros com taxas variáveis. A utilização destes parâmetros foi decidida livremente pelo Tesouro e pela PI e não decorre de qualquer imposição jurídica. A Comissão concorda com as autoridades italianas quanto ao facto de a opção a favor de parâmetros de taxa variável ter sido uma decisão racional das partes na altura da negociação da Convenção.

Contudo, o estudo […] baseia-se sobretudo numa comparação entre os parâmetros da Convenção e instrumentos com taxas de juro fixas.

As taxas variáveis têm sido inferiores às taxas fixas com a mesma duração ([69]). A título ilustrativo, o quadro seguinte apresenta as taxas anuais médias das emissões do Tesouro em obrigações do Tesouro a cinco e a dez anos (BTP), com taxa de juro fixa, e dos certificados do Tesouro CCT, que são instrumentos a sete anos com taxa de juro variável ([70]).

Quadro 7

(%)

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

O estudo estabelece ainda uma comparação entre o depósito junto do Tesouro e estratégias de gestão activa dos fundos (ver *infra*) e, no rendimento implícito obtido pela PI, tem em conta os ganhos de capital. Contudo, o mecanismo da Convenção não pode gerar ganhos (nem perdas) de capital, em virtude da sua indexação a parâmetros de taxa variável. Na argumentação apresentada pela Itália, uma comparação correcta para determinar se a PI foi penalizada pela Obrigação teria de se basear em parâmetros de taxa variável. As taxas de juro que, em teoria, poderiam ter sido obtidas pela PI de acordo com o estudo são irrelevantes — e, provavelmente, sobrestimadas — designadamente por assentarem em instrumentos de taxa fixa ([71]).

iv) Por último, o estudo […] e as cartas comparam instrumentos que implicam diferentes riscos. Por exemplo, conforme já explicado (secção 7.4.2), o risco de liquidez assumido pela PI é nulo se os fundos forem investidos nos termos da Convenção, o que já não acontece se a PI investir os seus fundos em circunstâncias normais. Do mesmo modo, os investimentos em produtos de seguros implicam um risco de mercado ([72]), enquanto, para o depósito junto do Tesouro (ou de um mutuário privado), o risco de mercado é muito limitado. Estes aspectos relacionados com o risco nunca são referidos nem quantificados de forma fundamentada nas cartas.

(189) Por conseguinte, nem as cartas de intermediários financeiros nem o estudo permitem à Comissão concluir que a PI é penalizada pela Obrigação.

7.4.3.3. Comparação com actividades de seguros

(190) Mesmo tendo em conta a Obrigação, a Comissão não concorda com a Itália relativamente ao facto de as apólices de seguros de vida de classe I vendidas pela Poste Vita SpA serem produtos comparáveis a contas postais à ordem, uma vez que a natureza dos recursos é diferente. Por exemplo:

([69]) Desde 1997, as taxas dos certificados do Tesouro (CCT) têm sido inferiores às taxas das obrigações do Tesouro a cinco e a dez anos, excepto em 1997 e 1998.

([70]) Os CCT são instrumentos a sete anos com taxa variável. Os juros são pagos em dividendos semestrais indexados ao rendimento dos certificados do Tesouro a seis meses (BOT).

([71]) O argumento apresentado pela Itália segundo o qual os rendimentos de carteiras de taxa fixa tendem a aproximar-se dos rendimentos de carteiras de taxa variável durante um período de dez anos, o que justificaria a necessidade de uma análise abrangendo um período de dez anos, é analisado e rejeitado na secção «Gestão activa de acordo com o sistema de negociação» *infra*.

([72]) O relatório anual da PI de 2006 refere que «o risco de mercado está relacionado com os activos financeiros que a PI pretende vender. À data do balanço, quase todos estes elementos são atribuíveis a instrumentos financeiros detidos pela filial da empresa, Poste Vita SpA, em contas geridas separadamente (classe I)».

— as apólices de seguros de vida são produtos de capitalização, enquanto as contas postais à ordem servem essencialmente para transferir dinheiro por via telefónica ou electrónica ou através de depósitos em numerário num balcão do serviço postal. Além disso, os clientes não podem geralmente substituir as contas à ordem por outros produtos bancários,

— a rendibilidade das apólices de seguros de vida é muito superior à das contas postais à ordem,

— as regras de tributação aplicáveis aos rendimentos das apólices de seguros de vida podem ser diferentes das aplicáveis aos juros das contas postais à ordem.

(191) Por conseguinte, uma comparação entre as taxas de juro previstas na Convenção e as taxas de juro decorrentes da gestão de produtos de seguros de vida não é pertinente para a presente análise.

(192) Embora não fosse rigorosamente necessário, a Comissão comparou o rendimento previsto na Convenção com o rendimento médio da gestão do Posta Più, um produto de seguros associado a contas de classe I da Poste Vita SpA de gestão separada, o qual foi apresentado pela Itália como instrumento de investimento alternativo para a PI se a Obrigação não fosse aplicável.

(193) O rendimento do Posta Più indicado pela Itália é expressado em termos brutos (antes dos custos de gestão) ([73]), não podendo ser considerado equivalente ao que a PI teria obtido no mercado se não estivesse sujeita à Obrigação. No entender da Comissão, a taxa de empréstimo prevista na Convenção apresenta mais características de uma taxa líquida, que é oferecida ao investidor após a dedução de todos os custos de gestão ([74]).

(194) Na apreciação seguinte, a Comissão analisou os valores referentes a cada ano, tendo também tomado em consideração os valores médios, nomeadamente no intuito de limitar o efeito de volatilidade das taxas.

(195) A Comissão comparou as taxas decorrentes da Convenção durante o período 2005-2007 com os rendimentos líquidos de produtos de seguros da Poste Vita SpA associados a contas de classe I de gestão separada [Posta Più e Posta Valore ([75])].

Quadro 8

(%)

	Rendimentos líquidos do Posta Più ([1])	Rendimentos líquidos do Posta Valore ([1])	Taxas previstas na Convenção	Taxas aplicadas por um mutuário privado
31 de Dezembro de 2005	3,00	3,08	3,90	2,81
31 de Dezembro de 2006	2,80	2,63	4,25	3,60
31 de Dezembro de 2007	2,71	2,46	4,70	4,23
Média	2,8	2,7	4,3	3,5

([1]) Sítio *web* da PI.

([73]) As cartas dos intermediários financeiros parecem referir-se igualmente a rendimentos brutos (consultar, por exemplo, a carta de […] de 4 de Outubro de 2006).

([74]) A Comissão considera que não se verificariam custos de transacção significativos de acordo com a metodologia do mutuário privado ou com a Convenção.

([75]) A Comissão verificou que outros produtos da Poste Vita SpA associados a contas de gestão separada, tais como o Posta Pensione e o Dinamica, não são comparáveis ao Posta Valore e ao Posta Più em termos de volume de negócios. O volume total da conta de gestão separada Dinamica ascende a 120 milhões de EUR, enquanto o da conta Posta Più é superior a 6,5 mil milhões de EUR. Consultar também as cartas de […].

(196) As taxas fixadas pela Convenção são significativamente superiores aos rendimentos líquidos do produto Posta Più, considerado pela Itália como um investimento alternativo para a PI se não estivesse sujeita à Obrigação.

(197) As taxas fixadas pela Convenção são igualmente superiores aos rendimentos líquidos do produto Posta Valore.

(198) Esta diferença seria ainda mais acentuada se os riscos de mercado e de liquidez fossem devidamente tomados em consideração.

(199) Em conclusão, uma comparação entre as taxas de juro previstas na Convenção e as decorrentes da gestão de produtos de seguros de vida não demonstra que a Convenção não confere uma vantagem à PI. Em 2005, os rendimentos determinados com base na metodologia do mutuário privado e os rendimentos dos produtos Posta Più e Posta Valore são praticamente idênticos ([76]), pelo que não alteram a análise geral da Comissão quanto à pertinência da metodologia do mutuário privado. Em média, durante o período 2005-2007, os rendimentos obtidos com base nesta metodologia são comparáveis aos dos produtos Posta Più e Posta Valore.

7.4.3.4. Estratégias de investimento alternativas

(200) O estudo […] refere que a Obrigação implica custos de oportunidade relacionados, nomeadamente, com a impossibilidade de investir numa carteira diversificada de activos com base em riscos de crédito. Por exemplo, as obrigações emitidas por entidades empresariais e financeiras europeias com classificação AA oferecem taxas de juro que superam as das obrigações do Estado no mínimo em 60 pontos de base e no máximo em 150 pontos de base.

(201) Em primeiro lugar, importa salientar que, noutro caso de auxílios estatais relacionado com a PI ([77]), a Itália referiu que a diferença de preços entre diferentes tipos de emitentes (Estado, instituições financeiras, bancos e empresas) é muito reduzida: com a mesma classificação de risco, a diferença de custo de financiamento entre os dois extremos, Estado e empresas, é de cerca de 5-6 pontos de base, enquanto a diferença entre instituições financeiras e empresas é de cerca de 2-3 pontos de base.

(202) Em segundo lugar, o próprio estudo […] reconhece que as estratégias de investimento em carteiras diversificadas por risco de crédito estão expostas a um risco de crédito superior ao das obrigações ou depósitos do Estado. O estudo […] não quantifica este risco superior.

(203) Em terceiro lugar, mesmo tendo recebido algumas informações sobre os diferenciais entre obrigações do Estado, de instituições financeiras e de empresas (com uma classificação AA), a Comissão considera que estes investimentos estão ainda expostos a outros riscos inexistentes no caso do depósito junto do Tesouro previsto na Convenção. Por exemplo, a PI não assume qualquer risco de liquidez sobre os fundos depositados, visto este risco ser inteiramente assumido pelo Tesouro. Embora não sendo referida no estudo […], esta informação é pertinente para a apreciação do caso.

(204) Por conseguinte, a breve referência que o estudo faz a uma estratégia de investimento hipotética não demonstra que não seja conferida uma vantagem à PI em consequência da Convenção, nomeadamente em termos de risco e de rendimento.

([76]) As taxas seriam ainda mais aproximadas se os riscos de mercado e de liquidez fossem devidamente tomados em consideração.

([77]) Auxílio estatal n.º C 49/2006 — Remuneração paga pela distribuição de produtos financeiros de poupança dos correios.

7.4.3.5. Estratégias de gestão activa dos fundos

Comparação com o operador francês La Poste

(205) Relativamente à comparação estabelecida com o rendimento obtido em 2005 pela Efiposte, o ramo financeiro do operador do serviço postal francês La Poste, a Comissão tece as seguintes observações:

— para determinar se é conferida uma vantagem a uma empresa, a Comissão não compara as situações de diferentes Estados-Membros,

— a alegada duração de cinco anos dos investimentos da Efiposte não é inequivocamente confirmada pelo relatório anual da La Poste/Efiposte ([78]),

— os investimentos da Efiposte e da PI parecem ter perfis de risco diferentes, nomeadamente tendo em conta que a Efiposte está exposta ao risco de liquidez, o que não sucede com a PI ([79]),

— a comparação feita pela Itália diz respeito a apenas um ano, um período demasiado curto para poder chegar a conclusões pertinentes no presente caso. Por outro lado, a comparação apresentada no estudo […] refere-se ao período 2004-2005, que difere do período abrangido pela Convenção.

(206) Cada um destes pontos basta, por si só, para demonstrar que a comparação apresentada pela Itália é inconclusiva.

Gestão activa de acordo com o sistema de negociação

(207) A Itália argumenta que uma gestão activa idêntica à do sistema de negociação, através do investimento em obrigações do Estado, pode gerar importantes rendimentos suplementares, superiores aos rendimentos dos mercados de depósitos ou de obrigações.

(208) A Comissão não nega que algumas formas de gestão activa permitam, em teoria, auferir rendimentos superiores aos de outras formas de gestão de fundos, mas considera que o estudo […] não permite retirar quaisquer conclusões pertinentes para o presente caso, pelos seguintes motivos:

i) A nível geral, o estudo […] reconhece ser difícil avaliar o efeito da limitação do âmbito da gestão activa de uma carteira de investimentos.

ii) Conforme referido no considerando 85, o estudo compara uma estratégia de investimento de base («estratégia de referência»), composta por uma mistura de obrigações do Tesouro a dez anos (60 %) e por certificados do Tesouro a três meses (40 %), com um sistema de negociação activa,

([78]) Além disso, a Itália não explicou o modo de cálculo do alegado rendimento de 4,4 % em 2005, nem a […] explicou pormenorizadamente como calculou o alegado rendimento de 4,45 % no período 2004-2005.

([79]) Contudo, a Efiposte, a filial do grupo La Poste responsável pelo investimento dos recursos das contas de cheques postais (contas à ordem) em 2005, beneficia de recursos estáveis provenientes da La Poste através de depósitos a prazo contratualmente irrevogáveis (consultar a secção 4-5, «Riscos de liquidez», do relatório de gestão de 2005 da La Banque Postale/Efiposte). O risco dividido entre a La Poste e a Efiposte, pertencentes ao mesmo grupo, é diferente da situação existente entre a PI e o Tesouro.

caracterizado por uma abordagem de sinalização a longo prazo (referida como «carteira táctica») ([80]). O indicador de desempenho está associado à carteira de referência. As carteiras são compostas por obrigações de taxa de juro fixa. Neste contexto, a Itália argumenta que, num período de dez anos, as carteiras de investimento baseadas em taxas variáveis (como é o caso da taxa prevista na Convenção) podem ser comparadas com carteiras de investimentos baseadas em taxas fixas (como é o caso da referência definida pela […]), uma vez que os ganhos de capital irão compensar as perdas de capital. De acordo com este argumento, durante um período de dez anos, os rendimentos das carteiras de taxa fixa tendem a ser comparáveis com os das carteiras de taxa variável. Além disso, de acordo com a Itália, a comparação entre a remuneração prevista na Convenção e a remuneração oferecida por estratégias de gestão activa dos fundos deve ter em consideração um horizonte temporal alargado — dez anos — para abranger um ciclo económico completo. Devido ao aumento das taxas de juro entre 2005 e o primeiro semestre de 2007, o rendimento das estratégias de investimento alternativas baseadas em taxas de juro fixas, à semelhança das utilizadas pela […], foi inferior ao previsto na Convenção em virtude das perdas de capital. Contudo, a Comissão não pode aceitar a metodologia nem as conclusões das autoridades italianas pelos seguintes motivos:

— Numa apreciação para efeitos de auxílios estatais, a possível vantagem conferida pela Convenção deve analisada *ex ante*, com base nas informações de que as partes dispunham quando a Convenção foi assinada em Fevereiro de 2006. À data de celebração de uma convenção relativa ao período 2005-2009, nenhum investidor privado teria analisado as séries históricas das taxas para além do período 1997-2007. Do ponto de vista económico, o estudo […] apresenta uma análise *ex post* baseada em indicadores financeiros referentes ao período 1997--2007. Contudo, os conceitos *ex ante* e *ex post* não são comparáveis ([81]). Em primeiro lugar, os ganhos ou perdas de capital ocorridos a curto prazo não podem ser previstos de forma fiável. Por outro lado, é comprovadamente difícil para qualquer investidor superar sistematicamente os resultados do mercado, pelo que seria difícil argumentar, *ex ante*, que a PI conseguiria obter rendimentos superiores aos normais, mesmo a curto prazo. Por conseguinte, a Comissão considera que o que importa ter em conta não são os ganhos nem as perdas de capital, mas sim os rendimentos que a PI poderia esperar obter com base numa análise *ex ante* (nomeadamente a componente da taxa de juro no total dos rendimentos) ([82]).

— Mesmo que o rendimento médio anual durante um período de dez anos pudesse ser utilizado para uma comparação pertinente dos diferentes investimentos (conforme argumentado pelas autoridades italianas), a comparação teria de incluir o desempenho esperado das carteiras de investimento alternativas durante o período abrangido pela Convenção [ver também o ponto iii)].

— Para tomar igualmente em consideração os ganhos (e perdas) de capital a título *ex post*, conforme sugerido pela Itália, seria também necessário ter em conta os factores de risco associados a estes ganhos e perdas de capital. Numa comparação do desempenho de diferentes carteiras de investimento, o rendimento não pode ser dissociado do risco. Conforme demonstrado adiante [ponto iii)], é muito improvável que a relação risco/rendimento das carteiras de gestão activa seja equiparável à da Convenção.

([80]) O estudo […] refere que esta abordagem «compara o nível de rendimento actual e a inclinação da curva de rendimentos com base no histórico recente e indica negociações baseadas em expectativas de inversão média do nível de rendimentos e da inclinação da curva de rendimentos. De acordo com a estratégia de negociação, um nível elevado de rendimentos faz prever a sua descida, devendo a carteira de investimentos ter uma duração superior ao parâmetro de referência».

([81]) De facto, os rendimentos *ex ante* e *ex post* seguem frequentemente direcções opostas, como é claramente o caso das obrigações de cupão zero. Sempre que os rendimentos pretendidos aumentam (por exemplo, devido a uma maior aversão ao risco por parte do investidor), o preço das obrigações de cupão zero desce, provocando uma perda de capital imediata. O preço mais baixo tende depois a subir e a aproximar-se do valor nominal à taxa de rendimento esperada mais elevada, e vice-versa.

([82]) Importa igualmente salientar que o mecanismo previsto na Convenção não gera ganhos ou perdas de capital por estar indexado a parâmetros de taxa variável.

— A carteira de referência e a carteira da estratégia táctica não contemplam o risco de liquidez. No caso presente, o risco de liquidez é inteiramente assumido pelo mutuário e não pela PI. Mais especificamente, na hipótese de todos os depositantes levantarem simultaneamente os seus depósitos, os fundos necessários para satisfazer a procura teriam de ser disponibilizados pelo mutuário, neste caso o Tesouro, e a PI não teria de se refinanciar a taxas elevadas nem com perdas de capital significativas.

— De acordo com a Itália, as partes (PI e Tesouro) não podiam antecipar a futura tendência da curva das taxas de juro ([83]) e, portanto, as opções tomadas na Convenção foram razoáveis. A Comissão concorda que, na altura em que a Convenção foi negociada e com base nas informações disponíveis, as partes agiram de forma razoável na escolha de parâmetros variáveis. Esta opção permitiu que se protegessem do risco de perda de capital. No entanto, a escolha dos parâmetros da Convenção não foi induzida por qualquer imposição jurídica. Além disso, conforme reconhecido pela Itália, a Convenção permite a rescisão contratual por qualquer das partes se as condições de mercado deixarem de garantir a coerência do mecanismo de cálculo da remuneração do depósito. Estas disposições têm por objectivo proteger ambas as partes, durante o período especial de três anos, do risco de ocorrência de condições especiais relacionadas com o mercado ou com as características das contas postais à ordem, que poderiam alterar a fundamentação do mecanismo de remuneração. Caso a escolha de parâmetros de taxa variável se tivesse revelado inadequada, existia a possibilidade de alterar os termos da Convenção, o que não sucedeu. Por conseguinte, a Comissão considera que, do ponto de vista metodológico, a utilização de carteiras baseadas em obrigações de taxa fixa no estudo […] é incorrecta.

No entender da Comissão, cada um destes argumentos basta, por si só, para demonstrar que as conclusões do estudo […] quanto à gestão activa dos fundos não são adequadas para fundamentar a alegação de que a remuneração obtida pela PI nos termos da Convenção está em conformidade com o mercado.

iii) Para complementar o ponto ii) *supra*, se a Comissão decidisse aceitar a abordagem utilizada pela […] — o que não é o caso — os resultados obtidos pelo modelo para os últimos dez anos teriam sido os seguintes:

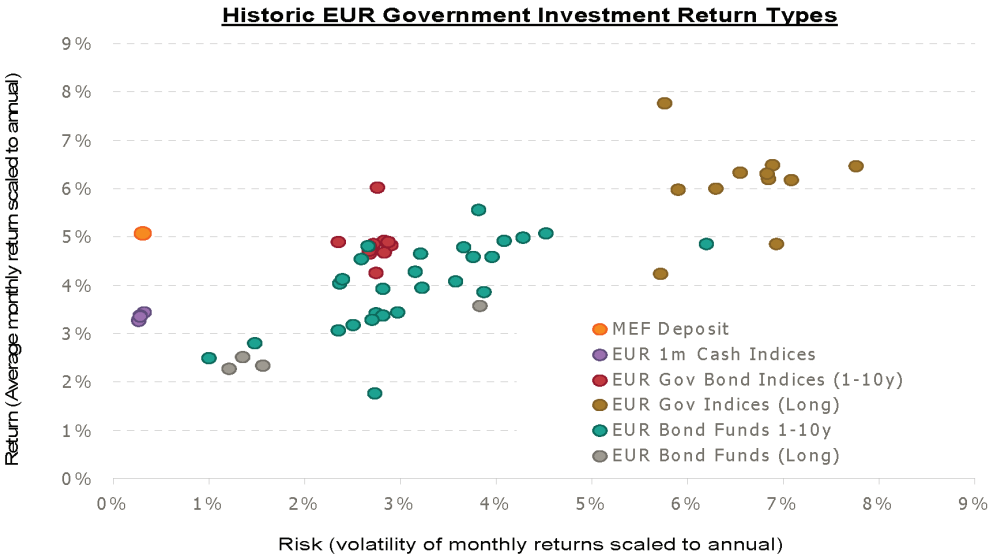
Quadro 9

(1997-2007)	Rendimento financeiro	Convenção	Rendimento total da estratégia de referência	Rendimento total da estratégia táctica
Rendimento médio	3,30 %	5,15 % ([1])	5,02 %	6,78 %
Volatilidade do rendimento	0,32 %	0,33 %	2,16 %	2,42 %
Rácio de Sharpe		146,74	0,93	1,66

([1]) Segundo as autoridades italianas, se os rendimentos anuais fossem calculados de Janeiro a Janeiro e não de Agosto a Agosto, e partindo do princípio de que não são reinvestidos, o rendimento médio pago pelo Tesouro de acordo com os parâmetros da Convenção é de 4,94 % e não de 5,15 % como indicado no estudo […].

([83]) Contudo, nessa altura, as partes também sabiam que, desde 1997, as taxas de juro dos CCT eram inferiores às taxas aplicáveis às obrigações do Tesouro a cinco e a dez anos, excepto em 1997 e 1998. Além disso, na data de assinatura da Convenção, em Fevereiro de 2006, já se conheciam as taxas de juro de 2005.

Figura 3



Conforme é possível observar no quadro 8, o modelo de estratégia táctica gera um rendimento consideravelmente superior (em 176 pontos de base) ao da estratégia de referência, com um aumento de risco muito reduzido. De acordo com a Itália, estes dados confirmam que a gestão activa pode ser mais eficiente do que a carteira de referência.

Contudo, a carteira de referência não é o depósito junto do Tesouro previsto na Convenção. O perfil de risco/rendimento é totalmente diferente. Os rácios de Sharpe ([84]) da carteira de referência e da carteira da estratégia táctica são bastante inferiores ao rácio da Convenção. Tal seria de prever, uma vez que os rendimentos mais elevados da carteira de referência e da carteira da estratégia táctica, comparativamente com os previstos na Convenção, implicam um acentuado aumento da volatilidade dos próprios rendimentos. Além disso, a carteira de referência e a carteira da estratégia táctica não prevêem o risco de liquidez, conforme seria desejável.

iv) Analisando o período abrangido pela Convenção, os rendimentos anuais segundo a Convenção — e segundo a metodologia do mutuário privado — são superiores aos rendimentos decorrentes da gestão activa dos fundos descrita pela […]:

Quadro 10

%

	Rendimento total da estratégia de negociação ([1])	Juros credores da estratégia de negociação ([2])	Taxa prevista na Convenção	Taxa aplicada por um mutuário 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
Média	2,71	3,31	4,28	3,55

([1]) Valor corrigido em 12 de pontos base para contemplar os custos de transacção requeridos pela gestão activa.
([2]) O rendimento inclui apenas a componente de juros, sem ganhos e perdas de capital, e inclui uma correcção de 12 pontos de base identificados pela […] como os custos de transacção requeridos pela gestão activa.

([84]) O rácio de Sharpe é um critério utilizado para determinar o rendimento excessivo (ou prémio de risco) por unidade de risco num activo de investimento ou numa estratégia de negociação. Permite caracterizar o nível de compensação que o rendimento de um activo confere ao investidor pelo risco assumido. Numa comparação entre dois activos com o mesmo rendimento esperado em relação ao mesmo parâmetro de referência, o activo com o rácio de Sharpe mais elevado permite obter um maior rendimento com o mesmo risco. Os investidores são frequentemente aconselhados a optar por investimentos com rácios de Sharpe elevados.

v) Em 2007, primeiro ano de gestão activa efectiva dos fundos pela PI, a carteira tinha uma vida média de […] anos e o seu rendimento implícito era de 5,13 %, repartido entre 4,13 % de rendimento da carteira e 1 % de ganho de capital implícito. Contudo, a Comissão salienta que os ganhos (ou perdas) de capital não podem ser tomados em consideração numa análise *ex ante*. Por conseguinte, não é possível estabelecer comparações significativas entre os rendimentos totais das carteiras táctica e de referência e os rendimentos totais previstos na Convenção. Quanto muito, o rendimento de 4,13 % decorrente da gestão activa em 2007 (fixo, sem ganhos de capital e aparentemente isento de custos de transacção) é inferior à taxa de 4,70 % obtida nos termos da Convenção e à taxa de 4,23 % calculada com base na metodologia do mutuário privado. Além disso, em 2005, e em média durante o período 2005-2007, as taxas obtidas com base nesta metodologia são comparáveis às da estratégia de negociação.

vi) A Comissão nota que o estudo […] analisa também possíveis estratégias de investimento para 2008. Estes cenários não são pertinentes para a presente decisão, visto estarem relacionados com eventos obviamente desconhecidos na altura que a Convenção foi negociada e assinada.

vii) A Itália argumenta que a Convenção está sujeita a um risco de alteração de preços ([85]) superior ao risco das estratégias táctica e de referência. Todavia, embora sendo verdade que, num período de dez anos, se conhece antecipadamente o rendimento médio de uma obrigação de taxa fixa a dez anos, a argumentação da Itália assenta em grande parte na igualdade entre o horizonte de investimento e o prazo de vencimento da carteira de activos. Além disso, a carteira de referência e a carteira da estratégia táctica correspondem a cabazes de obrigações de rendimento fixo com diversos prazos de vencimento, o que significa que também elas estão expostas a um elevado risco de alteração de preços.

(209) Em conclusão, de acordo com o estudo […], os rendimentos que a PI poderia hipoteticamente obter com a gestão activa dos fundos não são comparáveis aos obtidos com base na Convenção (nem com base na metodologia do mutuário privado), dada a diferente natureza dos instrumentos financeiros subjacentes. De facto, os perfis de risco destes tipos de investimento diferem consideravelmente. Por outro lado, o estudo, baseado em dados *ex post* (desconhecidos à data de negociação da Convenção), não é adequado para uma apreciação para efeitos de auxílios estatais. Por conseguinte, a Comissão considera que o modelo de gestão activa descrito no estudo […] não demonstra que a Obrigação penaliza a PI. Antes pelo contrário, em 2005-2007, período abrangido pela Convenção, os rendimentos obtidos com base no modelo proposto de gestão activa dos fundos teriam sido inferiores aos calculados com base na Convenção e na metodologia do mutuário privado.

Comparação com operadores alegadamente comparáveis

Comparação entre as margens de juro da PI e de bancos comparáveis do sector privado

(210) O estudo […] alega que a margem de juro da PI em 2005 e 2006 foi inferior à margem de juro média do sistema bancário privado italiano.

(211) A Comissão chama a atenção para o que foi dito na decisão de dar início ao procedimento: «A análise dos elementos que constituem o diferencial entre as taxas de empréstimo/depósito é pertinente para avaliar se existe uma vantagem a favor da PI/BancoPosta. A Comissão nota que, em algumas circunstâncias, um diferencial de mercado pode conter elementos de auxílios estatais, nomeadamente quando as taxas de empréstimo e de depósito não estão individualmente em conformidade com o mercado, o que não é o presente caso. A Comissão considera que a taxa de depósito oferecida nas contas à ordem para consumidores finais não constitui um auxílio estatal a favor da PI/BancoPosta. Em particular, a definição desta taxa não implica uma transferência de recursos estatais para a PI/Bancoposta. Além disso, as taxas oferecidas durante o período em questão parecem estar em conformidade com os valores de mercado quando comparadas com as taxas de juro oferecidas pelos bancos para o mesmo tipo de produtos. Por último, os beneficiários da taxa de depósito são particulares. Portanto, nesta fase, com base na análise do diferencial, a Comissão conclui que, no presente caso, qualquer vantagem poderia derivar apenas das taxas de empréstimo. A taxa de empréstimo paga pelo Estado confere uma vantagem económica se for superior à taxa que um mutuário privado estaria disposto a pagar à PI/BancoPosta, nas mesmas condições, pelos fundos depositados em função da respectiva natureza e montante».

(212) Assim, com base na decisão de dar início ao procedimento, a comparação entre as margens de juro da PI e as de outros bancos do sector privado é irrelevante, pelo que o único aspecto a tomar em consideração na presente decisão é a taxa de juro paga pelo Estado à PI pelos fundos depositados.

([85]) O risco de alteração de preços refere-se ao facto de o reinvestimento contínuo dos investimentos a curto prazo implicar um risco de taxa de juro superior ao de um investimento a longo prazo, cujo horizonte de investimento é idêntico ao prazo de vencimento residual e cujo rendimento total médio é igual ao rendimento.

(213) Além disso, nenhum banco privado italiano é realmente comparável com a PI em termos de estrutura de balanço. Os passivos da PI são basicamente compostos por contas à ordem (contas postais à ordem), o que não é o caso dos bancos «normais», cuja actividade assenta nomeadamente em obrigações, contas à ordem, contas de poupança, etc.

(214) A Comissão salienta igualmente que a PI não está autorizada a conceder empréstimos aos seus clientes, sendo os empréstimos e hipotecas concedidos em nome de outros bancos.

(215) Em conclusão, as margens de juro da PI e dos bancos privados têm composições diferentes, pelo que a sua comparação não é pertinente.

Comparação entre a discrepância de prazos da PI e dos bancos do sector privado

(216) O estudo […] refere que as contas postais à ordem da PI constituem um passivo a longo prazo, dada a grande diversificação e a estabilidade do comportamento dos seus clientes. O estudo refere ainda que o sistema bancário tem como prática comum financiar activos a longo prazo utilizando maioritariamente depósitos. Neste contexto, o estudo compara a gestão de activos e passivos da PI com a dos bancos privados que investem os seus fundos em empréstimos ao sector público (Depfa, Dexia, CCF, etc.).

(217) De acordo com a […], estes bancos seguem uma abordagem idêntica à da PI, visto investirem em activos públicos a muito longo prazo (mais de 15 anos) e obterem fundos a partir de uma carteira de produtos de curto e de longo prazo. Estes bancos mobilizam cerca de 50 % das suas necessidades a médio e longo prazo, financiando o restante a curto prazo com transacções de recompra junto do Banco Central Europeu e com depósitos de intermediários financeiros, e investem os seus fundos em empréstimos a autoridades públicas, geralmente com prazos de vencimento entre 10 e 50 anos. Com base nestes dados, a […] conclui que o modelo de gestão de activos e passivos da PI (ALM) é comparável com o modelo de outras instituições do mesmo tipo, senão mesmo mais prudente.

(218) A Comissão considera que não é possível chegar a qualquer conclusão com base na comparação entre os modelos de gestão de passivos da PI e de operadores equiparáveis pelos motivos seguidamente expostos.

(219) Em primeiro lugar, a estrutura dos passivos da PI não é comparável à dos seus concorrentes no mercado: quase 90 % dos passivos da PI são compostos por contas postais à ordem, enquanto os passivos dos bancos privados que investem em activos do sector público compostos por transacções de recompra e depósitos a curto prazo não chegam a 50 %: a parte restante provém de financiamentos a médio e a longo prazo.

(220) Em segundo lugar, a comparação com outros bancos é igualmente distorcida pelo facto de a PI não incorrer nos riscos a que os outros bancos estão expostos e pelos quais esperam ser compensados de acordo com as condições de mercado.

(221) Em terceiro lugar, a […] afirma, com razão, que deixa de ser possível comparar a La Banque Postale e a PI a partir de 2006, porque nesse ano a La Banque Postale começou a conceder empréstimos ao sector privado ([86]). Pelos mesmos motivos, não é possível retirar qualquer conclusão com base numa comparação entre a PI e os bancos privados que operam no sector público, uma vez que também concedem financiamentos fora deste sector (por exemplo, quase 50 % dos empréstimos do Dexia são concedidos a clientes não pertencentes ao sector público).

(222) Em quarto lugar, conforme já referido no contexto da comparação com a Efiposte/La Poste, a Comissão não compara a situação de diferentes Estados-Membros para determinar se foi conferida uma vantagem a uma empresa.

(223) Para encerrar a comparação com alegados concorrentes no mercado, a Comissão nota que os fundos da CDP SpA são depositados numa conta à ordem remunerada junto da Tesouraria Central do Estado com o n.º 29814, designada «Cassa DP SpA — gestione separata». De acordo com o n.º 2 do artigo 6.º do Decreto do Ministério dos Assuntos Económicos e das Finanças de 5 de Dezembro de 2003, os juros relativos aos fundos depositados na referida conta são pagos semestralmente a uma taxa variável a seis meses, equivalente à média aritmética simples do rendimento bruto dos certificados do Tesouro a seis meses e do valor do índice mensal Rendistato. A partir de 1 de Janeiro de 2006, na sequência da absorção da Infrastrutture SpA pela CDP SpA (n.º 79 e seguintes do artigo 1.º da Lei n.º 266 de 23 de Dezembro de 2005), a designação da conta à ordem remunerada n.º 20347, em nome da ISPA, foi alterada para «Cassa DP SpA — gest. Patrimonio TAV». O Ministério dos Assuntos Económicos e das Finanças remunera semestralmente os fundos depositados nesta conta a uma taxa equivalente ao rendimento médio dos certificados do Tesouro a seis meses emitidos nos seis meses anteriores. Para beneficiar dos serviços de tesouraria e pagamento prestados pela Banca d'Italia, a CDP SpA continua a utilizar a conta à ordem não remunerada n.º 29815, designada «CDP SpA — pagamenti». Com a crescente utilização de sistemas de pagamentos interbancários, o recurso

([86]) De acordo com o estudo […], página 15, «o ano de 2006 não pode ser considerado na comparação, visto a La Banque Postale (a nova entidade após a transformação da Efiposte em banco comercial) ter iniciado a concessão de empréstimos ao sector privado».

à tesouraria nacional para a entrada e saída de pagamentos desceu consideravelmente ([87]). A Comissão está ao corrente da dificuldade em retirar conclusões úteis das comparações entre a PI e operadores alegadamente comparáveis, que apresentam várias diferenças em relação à PI. Contudo, pode concluir-se do atrás exposto que os intermediários financeiros que investem no sector público, como a CDP, não são necessariamente remunerados de acordo com parâmetros de longo prazo ([88]).

(224) A Comissão vê, assim, confirmada a sua opinião de que, para efeitos da presente decisão, não é possível retirar conclusões da comparação entre a PI e os seus alegados concorrentes no mercado.

(225) A Comissão conclui que as comparações anteriormente referidas, nomeadamente entre as margens de juro da PI e as margens de juro de bancos que operam no sector privado e entre a discrepância de prazos da PI e a discrepância de prazos de operadores especializados no financiamento do sector público, são irrelevantes e não demonstram que a Convenção não confere uma vantagem à PI.

7.4.3.6. Conclusões

(226) Em resumo, a taxa de juro prevista na Convenção pode ser comparada com a taxa de investimentos alternativos do ponto de vista risco/rendimento. Para o mesmo nível de risco, a Convenção prevê rendimentos superiores aos dos investimentos alternativos, apresentando menos riscos para rendimentos idênticos.

(227) A própria Itália concorda que o depósito junto do Tesouro apresenta um rácio risco/rendimentos mais elevado do que qualquer carteira de taxa fixa. A Comissão considera que uma abordagem baseada neste rácio é mais adequada do que uma análise baseada unicamente no rendimento.

(228) A Comissão conclui que, se a Obrigação não fosse aplicável durante o período em questão, os possíveis investimentos alternativos não teriam permitido à PI obter rendimentos que, do ponto de vista risco/rendimento, pudessem igualar ou superar os rendimentos previstos na Convenção.

(229) Por conseguinte, é confirmada a adequabilidade da metodologia do mutuário privado.

7.4.4. *Observações adicionais*

7.4.4.1. A natureza das funções da PI

(230) Na decisão de dar início ao procedimento, de Setembro de 2006, a Comissão referiu que, tendo em conta a posição específica da PI, podia não ser possível estabelecer qualquer comparação com um operador de mercado. Em tais circunstâncias, a Comissão teria de determinar o custo de exploração da conta para a PI e acrescentar uma margem razoável. Este tipo de abordagem seria igualmente justificado se a Comissão considerasse que a PI estava a actuar meramente como uma via de mobilização de fundos para o Estado através da sua rede alargada de estações de correio.

(231) Conforme explicado na secção 7.4.2, a Comissão considera que é, de facto, possível identificar um termo de comparação no mercado utilizando a metodologia do mutuário privado.

(232) A Comissão considera que as funções da PI não se limitam de forma alguma a actuar como uma via de mobilização de fundos para o Estado. A PI tem procurado desenvolver activamente as suas actividades bancárias, nomeadamente tornando a sua conta postal à ordem mais atraente. Por outro lado, noutra decisão relativa à PI adoptada em Novembro de 2006 ([89]), num caso relacionado com a distribuição de cadernetas de poupança pelo operador postal em nome da CDP e com a transferência dos fundos depositados para a CDP, a Comissão entendeu que esta actividade não correspondia a uma via de mobilização, pois a remuneração paga à PI baseava-se na média anual dos depósitos nas cadernetas de poupança. Por último, a ABI também não considera que a remuneração da PI se deva basear nos seus custos.

([87]) Relatório anual da CDP SpA de 2006. O relatório anual da CDP SpA de 2005 refere: «Os fundos da CDP SpA estão depositados numa conta à ordem remunerada junto da Tesouraria Nacional do Estado com o n.º 29814, designada "Cassa DP SpA — Gestione Separata". De acordo com o n.º 2 do artigo 6.º do decreto do Ministério dos Assuntos Económicos e Financeiros de 5 de Dezembro de 2003, os juros relativos a estes fundos são pagos semestralmente a uma taxa variável a seis meses equivalente à média aritmética simples do rendimento médio dos certificados do Tesouro a seis meses e do valor do índice mensal Rendistato».

([88]) Além disso, de acordo com as contas anuais da CDP em 2005, o custo médio de financiamento foi de 2,3 % e o diferencial entre as taxas de activos e passivos foi de 1,5 pontos percentuais.

([89]) Decisão da Comissão 2007/C 31/05 de 26 de Novembro de 2006, Remuneração paga pela distribuição de produtos financeiros de poupança dos correios (JO C 31 de 13.2.2007, p. 11).

7.4.4.2. Comparação com o custo do financiamento a médio/longo prazo do Tesouro

(233) A Itália argumenta que o custo do financiamento a médio e longo prazo do Tesouro é frequentemente superior à taxa prevista na Convenção (considerandos 77 e seguintes).

(234) A Comissão salienta os seguintes aspectos:

— Uma comparação com o financiamento a médio e longo prazo não é por si só suficiente. A Itália não demonstrou de forma convincente que as contas postais à ordem servem para financiar apenas as necessidades do Tesouro a médio e longo prazo. A Comissão considera que o depósito é utilizado para cobrir as necessidades gerais do Tesouro.

— Cerca de 60 % das emissões do Tesouro são instrumentos de curto prazo (BOT e CTZ), com prazo de vencimento inferior a dois anos. O prazo de vencimento médio dos instrumentos financeiros emitidos pela Itália no período 2001-2005 (CCT, CTZ, BTP, BOT) era de cerca de quatro anos.

— A taxa média dessas emissões foi de 2,47 % em 2005, 3,32 % em 2006 e 4,14 % em 2007 ([90]), bastante abaixo das taxas previstas na Convenção.

— No quadro 3, são calculados os valores «médios» entre 2001 e o ano em questão. Por exemplo, o valor de 4,7 % em 2003 corresponde à média de 2001, 2002 e 2003. Além disso, a taxa média calculada pela Itália baseia-se nos fundos obtidos com a emissão de obrigações a 5, 10, 15, e 30 anos, enquanto a taxa da Convenção prevê uma componente de curto prazo. A Comissão considera ainda que não existe um motivo lógico para a Itália excluir do cálculo as obrigações a três anos, dado que também podem ser consideradas instrumentos de médio prazo. No entender da Comissão, os factos não justificam a utilização desta análise metodológica.

(235) Mais uma vez, cada um destes pontos basta, por si só, para demonstrar que a comparação apresentada pela Itália é inconclusiva.

([90]) *Le emissioni del Tesoro*, séries 2005, 2006 e 2007, disponíveis em http://www.tesoro.it/publicdebt e http://www.dt.tesoro.it

7.4.4.3. Outros argumentos

(236) Para demonstrar que o rendimento obtido pela PI sobre os depósitos que é obrigada a manter junto do Tesouro pode ser igualado nos mercados financeiros com um perfil de risco comparável, a Itália referiu uma hipotética operação de *swap* a um ano face à taxa prevista na Convenção. Com base nas condições de mercado actuais, a Itália argumenta que o valor de tal transacção seria a taxa Euribor a seis meses acrescida de uma margem de 1 % no fim de 2005, de 0,40 % no fim de 2006 e de 0,30 % em Outubro de 2007. Antes de apresentar uma análise muito mais pormenorizada do custo de oportunidade da Obrigação, a […] refere que a taxa de juro a curto prazo que a PI teria de pagar no mercado em troca do rendimento pago pelo Tesouro («*swap* de vencimento constante») equivale à taxa Euribor a seis meses acrescida de uma margem de 0,43 %. A Comissão considera que este argumento, que não foi aprofundado, não é adequado nem pertinente para a presente análise.

7.4.4.4. Resposta às restantes observações da ABI

(237) De acordo com a ABI, as duas contas remuneradas abertas junto do Tesouro pela CDP rendem juros semestrais a uma taxa variável equivalente à média aritmética simples do rendimento bruto dos certificados do Tesouro a seis meses e do valor do índice mensal Rendistato.

(238) A Comissão salienta que:

— A natureza dos recursos da CDP é diferente da natureza das contas postais à ordem dos clientes da PI. Os recursos da CDP consistem sobretudo em poupanças postais ([91]), enquanto os da PI provêm de contas postais à ordem.

— À semelhança da remuneração paga à PI sobre os fundos depositados junto do Tesouro, a remuneração paga à CDP inclui uma componente de curto prazo correspondente a 50 % e uma componente a médio e longo prazo, correspondente aos restantes 50 %. A diferença entre os dois mecanismos de remuneração deve-se principalmente à ponderação de cada componente. Contudo, a ABI não forneceu dados relativos à estabilidade ou à volatilidade dos recursos da CDP, que poderiam ter ajudado a determinar a natureza, vida média e ponderação dos depósitos da CDP.

([91]) Em 2005, num balanço total de 150 mil milhões de EUR, 122 mil milhões de EUR correspondiam a poupanças postais, enquanto em 2006, num balanço total de 181 mil milhões de EUR, o valor relativo às poupanças postais foi de 145 mil milhões de EUR (fonte: relatórios anuais da CDP de 2005 e 2006).

(239) Por conseguinte, não é possível estabelecer uma comparação conclusiva entre as contas da CDP junto do Tesouro e a conta da PI.

7.5. **Legitimidade e compatibilidade do auxílio estatal**

(240) A Itália não notificou antecipadamente este novo regime de auxílios estatais que, por conseguinte, é considerado ilegal e contrário ao n.º 3 do artigo 88.º do Tratado.

(241) É agora necessário determinar se o auxílio é compatível com o mercado comum, em conformidade com qualquer das excepções previstas no n.º 2 e no n.º 3 do artigo 87.º do Tratado CE.

(242) O auxílio não é compatível nos termos do n.º 2 do artigo 87.º: não é de natureza social atribuído a consumidores individuais; não se destina a remediar os danos causados por calamidades naturais ou por outros acontecimentos extraordinários; não se destina à economia de certas regiões da República Federal da Alemanha afectadas pela divisão da Alemanha.

(243) Quanto à excepções previstas no n.º 3, alíneas b) e d), do artigo 87.º, o auxílio em questão não se destina a fomentar a realização de um projecto importante de interesse europeu comum ou a sanar uma perturbação grave da economia da Itália, nem se destina a promover a cultura e a conservação do património.

(244) O n.º 3, alínea c), do artigo 87.º prevê que os auxílios podem ser considerados compatíveis se se destinarem a facilitar o desenvolvimento de certas actividades ou regiões económicas, quando não alterem as condições das trocas comerciais de maneira que contrariem o interesse comum. Contudo, a medida em questão não está relacionada com investimentos nem com a criação de emprego, constituindo um auxílio incondicional ao funcionamento. De acordo com a prática estabelecida da Comissão, não se pode considerar que este auxílio se destina a facilitar o desenvolvimento de certas actividades ou regiões económicas.

(245) O auxílio é aplicado da mesma forma em todo o país, pelo que não pode ser considerado compatível nos termos das disposições relativas ao desenvolvimento regional, do n.º 3, alíneas a) ou c), do artigo 87.º

(246) A Comissão considera que se trata de um auxílio ao funcionamento, não podendo ser visto como uma medida destinada a facilitar o desenvolvimento de certas actividades económicas na acepção do n.º 3, alínea c), do artigo 87.º, nomeadamente porque esta disposição requer que os auxílios «não alterem as condições das trocas comerciais de maneira que contrariem o interesse comum», condição que, no entender da Comissão, não se encontra preenchida no presente caso. O auxílio não tem em vista qualquer objectivo geral de interesse comum. Por último, o facto de o auxílio se aplicar unicamente à PI não altera a conclusão da apreciação, visto que os efeitos sobre as trocas comerciais entre Estados-Membros e os efeitos deste tipo de auxílio ao funcionamento em termos de distorção da concorrência são particularmente sensíveis nos sectores financeiro e postal nos quais a PI opera.

(247) A Itália nunca invocou qualquer destas excepções.

(248) Em conclusão, o regime de auxílio não é compatível com o mercado comum, devendo ser-lhe posto termo.

(249) Qualquer convenção relativa à remuneração a pagar pelo Tesouro à PI por depósitos não abrangidos pela Lei das Finanças de 2007 terá de basear-se numa análise pormenorizada da natureza dos fundos e dos riscos assumidos pelas partes. A Comissão nota que os resultados do estudo […] e das estatísticas relativas ao período anterior a 2007 não podem ser utilizados sem uma investigação mais aprofundada, dadas as possíveis alterações da natureza dos fundos. O estudo […] e as estatísticas basearam-se sobretudo em depósitos pertencentes a particulares, embora os fundos transferidos para o Tesouro a partir de 2007 não tivessem, na sua maioria, sido provenientes dos mesmos clientes.

7.6. **Recuperação**

(250) O artigo 14.º do Regulamento n.º 659/99 prevê que, nas decisões negativas relativas a auxílios ilegais, a Comissão decidirá que o Estado-Membro em causa deve tomar todas as medidas necessárias para recuperar o auxílio do beneficiário. Contudo, a Comissão não deve exigir a recuperação do auxílio se tal for contrário a um princípio geral de direito comunitário.

(251) A Comissão considera que, no presente caso, não existe qualquer princípio geral de direito comunitário que impeça a recuperação do auxílio.

(252) Para determinar o montante a recuperar, há que analisar as medidas a tomar para restabelecer o *status quo ante* e determinar se existe uma estratégia de investimento alternativa que pudesse ter conferido uma vantagem idêntica à PI na ausência do auxílio ilegal e em conformidade com regras nacionais compatíveis com o direito comunitário. No entender da Comissão, é impossível deduzir uma situação «normal» dos investimentos alternativos contraditórios sugeridos pela Itália. O montante a recuperar não pode ser determinado com base nas várias transacções que as empresas poderiam ter efectuado se não tivessem optado pelo tipo de operação associado ao auxílio. Tal implicaria uma reconstituição de eventos passados com base em elementos hipotéticos. O único ponto de referência que a Comissão pode utilizar é a metodologia decorrente do princípio do mutuário privado numa economia de mercado.

(253) Por conseguinte, o montante a recuperar para restabelecer a situação anterior equivale à diferença entre i) o montante anual pago à PI nos termos da Convenção; e ii) o montante resultante da aplicação da metodologia do mutuário privado (ver quadros 6 e 6a).

8. **A LEI DAS FINANÇAS DE 2007**

(254) Naturalmente, a Lei das Finanças de 2007 não foi mencionada na decisão de dar início ao procedimento. Todavia, pode ser avaliada sem qualquer dificuldade com base nas regras em matéria de auxílios estatais.

(255) De acordo com a Lei das Finanças de 2007, os fundos mobilizados pela PI junto de clientes privados através das contas postais devem ser investidos em obrigações do Estado da zona do euro. A taxa de juro associada a estas obrigações não constitui um elemento de auxílio estatal uma vez que não confere qualquer vantagem selectiva.

9. **CONCLUSÃO**

(256) A Comissão considera que a Itália aplicou ilegalmente o regime de auxílios estatais que consiste no pagamento pelo Tesouro de uma taxa de empréstimo pelos depósitos efectuados pela PI nos termos da Lei das Finanças e da Convenção de 2006, em violação do n.º 3 do artigo 88.º do Tratado.

(257) Deve ser posto termo a este regime. Os auxílios estatais ilegais e incompatíveis devem ser recuperados.

(258) A Lei das Finanças de 2007 não inclui auxílios estatais,

ADOPTOU A PRESENTE DECISÃO:

Artigo 1.º

O regime de auxílios estatais relativo à remuneração das contas à ordem da Poste Italiane junto do Tesouro, previsto na Lei n.º 266 de 23 de Dezembro de 2005 e na Convenção de 23 de Fevereiro 2006 entre o Ministério dos Assuntos Económicos e das Finanças e a Poste Italiane, ilegalmente aplicado pela Itália em violação do n.º 3 do artigo 88.º do Tratado, não é compatível com o mercado comum.

Artigo 2.º

A Itália deve pôr termo ao regime referido no artigo 1.º a partir da data de adopção da presente decisão.

Artigo 3.º

1. A Itália procederá à recuperação do auxílio estatal incompatível referido no artigo 1.º junto do beneficiário.

2. O montante a recuperar será equivalente à diferença entre a remuneração anual paga sobre as contas à ordem da Poste Italiane junto do Tesouro, nos termos da Convenção referida no artigo 1.º, e o montante calculado mediante a aplicação do critério do mutuário prudente numa economia de mercado, que figura no quadro 6a da presente decisão.

3. Os montantes a recuperar incluem os juros vencidos a partir da data em que foram colocados à disposição do beneficiário até à data da respectiva recuperação efectiva.

4. Os juros são calculados numa base composta, em conformidade com o disposto no capítulo V do Regulamento (CE) n.º 794/2004 e do Regulamento (CE) n.º 271/2008, que altera o Regulamento (CE) n.º 794/2004.

5. A Itália cancelará todos os pagamentos pendentes de auxílios concedidos ao abrigo do regime referido no artigo 1.º, com efeitos a contar da data de adopção da presente decisão.

Artigo 4.º

1. A recuperação dos auxílios referidos no artigo 1.º será imediata e efectiva.

2. A Itália assegurará a aplicação da presente decisão no prazo de quatro meses a contar da data da sua notificação.

Artigo 5.º

1. No prazo de dois meses a contar da notificação da presente decisão, a Itália fornecerá as seguintes informações à Comissão:

a) O montante total (capital e juros) a recuperar junto do beneficiário;

b) Uma descrição pormenorizada das medidas já adoptadas e previstas para dar cumprimento à presente decisão;

c) Os documentos que demonstrem que os beneficiários foram intimados a reembolsar o auxílio.

2. A Itália manterá a Comissão informada sobre a evolução das medidas nacionais adoptadas para aplicar a presente decisão até estar concluída a recuperação do auxílio referido no artigo 1.º. A simples pedido da Comissão, a Itália transmitir-lhe-á de imediato informações sobre as medidas já adoptadas e previstas para dar cumprimento à presente decisão. A Itália fornecerá também informações pormenorizadas sobre os montantes do auxílio e dos juros já recuperados junto dos beneficiários.

Artigo 6.º

A República da Itália é a destinatária da presente decisão.

Feito em Bruxelas, 16 de Julho de 2008.

Pela Comissão

Neelie KROES

Membro da Comissão