

II

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

ΑΠΟΦΑΣΕΙΣ

ΕΠΙΤΡΟΠΗ

ΑΠΟΦΑΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ

της 21ης Οκτωβρίου 2008

σχετικά με την κρατική ενίσχυση C 49/06 (πρώην NN 65/06) την οποία έδωσε σε εφαρμογή η Ιταλία αναφορικά με την αμοιβή των Poste Italiane για την τοποθέτηση των έντοκων ταχυδρομικών γραμματίων

[κοινοποιηθείσα υπό τον αριθμό E(2008) 5585]

(Το κείμενο στην ιταλική γλώσσα είναι το μόνο αυθεντικό)

(Κείμενο που παρουσιάζει ενδιαφέρον για τον ΕΟΧ)

(2009/554/ΕΚ)

Η ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΤΩΝ ΕΥΡΩΠΑΪΚΩΝ ΚΟΙΝΟΤΗΤΩΝ,

Έχοντας υπόψη:

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

τη συμφωνία για τον Ευρωπαϊκό Οικονομικό Χώρο, και ιδίως το άρθρο 62 παράγραφος 1 στοιχείο α),

Αφού κάλεσε τους ενδιαφερόμενους να υποβάλουν τις παρατηρήσεις τους σύμφωνα με τα εν λόγω άρθρα ⁽¹⁾ και έχοντας υπόψη τις παρατηρήσεις αυτές,

Εκτιμώντας τα ακόλουθα:

I. ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ

(1) Με επιστολή της στις 30 Δεκεμβρίου 2005, η *Associazione Bancaria Italiana* (ABI) (Ένωση Ιταλικών Τραπεζών) υπέβαλε καταγγελία στην Επιτροπή για μια σειρά υποτιθέμενων οφελών υπέρ των τραπεζικών δραστηριοτήτων των *Poste Italiane SpA* (PI) (Ιταλικά Ταχυδρομεία ΑΕ), οι οποίες διεξάγονται μέσω του πλήρως καθετοποιημένου τμήματος *Bancoposta*.

(2) Σύμφωνα με την καταγγελία, τα PI έλαβαν μια υποτιθέμενη υπεραντιστάθμιση των δαπανών για την τοποθέτηση χρηματοπιστωτικών προϊόντων ταχυδρομικού ταμειυτηρίου, για

λογαριασμό και εξ ονόματος του *Cassa Depositi e Prestiti SpA* (CDP) (Ταμείο Παρακαταθηκών και Δανείων). Ένα άλλο όφελος θα προέκυπτε από τον αποκλειστικό χαρακτήρα της υπηρεσίας της τοποθέτησης, ο οποίος θα απομάκρυνε τους πελάτες από τα αντίστοιχα τραπεζικά προϊόντα.

(3) Με επιστολή της στις 7 Φεβρουαρίου 2006, η Επιτροπή έδωσε ορισμένα ερωτήματα, ιδίως όσον αφορά τα προϊόντα ταχυδρομικού ταμειυτηρίου. Αφού ζήτησε παράταση της προθεσμίας απάντησης, η Ιταλία απάντησε με επιστολή της στις 21 Απριλίου 2006. Στη συνέχεια, η Επιτροπή ζήτησε συμπληρωματικές διευκρινίσεις με επιστολή της στις 29 Ιουνίου 2006, στην οποία η Ιταλία απάντησε με επιστολές στις 31 Ιουλίου και στις 9 Αυγούστου 2006.

(4) Στις 30 Μαρτίου 2006 διεξήχθη συνεδρίαση με τις ιταλικές αρχές και με τους εκπροσώπους των PI.

(5) Η Επιτροπή ζήτησε διευκρινίσεις από την ABI, με επιστολή της στις 20 Απριλίου 2006, στην οποία η ABI απάντησε με επιστολή στις 8 Ιουνίου 2006.

(6) Με επιστολή της στις 22 Νοεμβρίου 2006, η Επιτροπή κοινοποίησε στην Ιταλία την απόφασή της να κινηθεί, όσον αφορά αυτό το μέτρο, τη διαδικασία του άρθρου 88, παράγραφος 2 της συνθήκης ΕΚ.

⁽¹⁾ ΕΕ C 31 της 13.2.2007, σ. 11.

- (7) Η απόφαση της Επιτροπής να κινήσει τη διαδικασία δημοσιεύτηκε στην *Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης* ⁽²⁾. Η Επιτροπή κάλεσε τους ενδιαφερόμενους να υποβάλουν τις παρατηρήσεις τους.
- (8) Οι ιταλικές αρχές το έπραξαν με επιστολή στις 2 Φεβρουαρίου 2007.
- (9) Η ABI απάντησε με επιστολή στις 13 Μαρτίου 2007. Με επιστολή της στις 20 Μαρτίου 2007, η Επιτροπή διαβίβασε τις παρατηρήσεις της ABI στις ιταλικές αρχές, δίνοντάς τους τη δυνατότητα να απαντήσουν. Οι ιταλικές αρχές απάντησαν με επιστολή στις 18 Απριλίου 2007.
- (10) Στις 20 Μαρτίου 2007 έλαβε χώρα συνάντηση μεταξύ της ABI και των υπηρεσιών της Επιτροπής.
- (11) Με επιστολή της 23ης Μαρτίου 2007, η Επιτροπή ζήτησε από την ABI ορισμένες διευκρινίσεις, τις οποίες η τελευταία παρέσχε με επιστολή της στις 18 Μαΐου 2007. Με επιστολή της στις 23 Μαΐου 2007, η Επιτροπή διαβίβασε τις παρατηρήσεις της ABI στις ιταλικές αρχές, οι οποίες απάντησαν με επιστολή στις 22 Ιουνίου 2007.
- (12) Στις 25 Ιανουαρίου 2008 η Επιτροπή ζήτησε συμπληρωματικές πληροφορίες από την Ιταλία, η οποία απάντησε στις 11 Μαρτίου 2008, στις 13 Μαΐου 2008 και στις 17 Ιουνίου 2008.
- (13) Τον Ιανουάριο 2007 η Επιτροπή προκήρυξε διαγωνισμό (2007/S 29–034352) για την εκπόνηση μελέτης σχετικά με την αμοιβή για την τοποθέτηση έντοκων ταχυδρομικών γραμματιών. Επειδή η Επιτροπή εντόπισε στοιχεία συγκρουόμενων συμφερόντων σε έναν από τους υποψηφίους, κάλεσε τις ιταλικές αρχές και την ABI να αποστείλουν τις παρατηρήσεις τους σχετικά με το θέμα, με επιστολή της στις 29 Ιουνίου 2007, στην οποία το ιταλικό κράτος απάντησε με επιστολή στις 5 Ιουλίου 2007.
- (14) Στις 9 Νοεμβρίου 2007, επειδή είχε εκπνεύσει η προθεσμία υποβολής προσφορών, η Επιτροπή προκήρυξε εκ νέου διαγωνισμό (COMP/2007/D3/23) και στις 20 Δεκεμβρίου 2007 σύναψε σύμβαση μελέτης με έναν ανεξάρτητο εμπειρογνώμονα (εφεξής «ο εμπειρογνώμονας»). Στις 21 Ιουνίου 2008, ο εμπειρογνώμονας παρέδωσε στην Επιτροπή την τελική έκθεση της μελέτης.
- (15) Το CDP μετατράπηκε από δημόσια υπηρεσία σε ανώνυμη εταιρεία, στα τέλη του 2003. Από τότε, παρά τη μεταφορά του 30 % του μετοχικού κεφαλαίου του σε 65 χρηματοπιστωτικά ιδρύματα ⁽³⁾, το CDP παραμένει υπό κρατικό έλεγχο.
- (16) Η αποστολή του CDP είναι να στηρίζει την ανάπτυξη των δημοσίων επενδύσεων, των έργων υποδομής που έχουν σκοπό την παροχή δημόσιων υπηρεσιών με τοπικό χαρακτήρα και μεγάλων έργων εθνικού συμφέροντος.
- (17) Από το 2003, η δραστηριότητα του CDP σε δύο διαφορετικούς επιχειρηματικούς τομείς.
- Ο πρώτος, ο οποίος αποκαλείται «ξεχωριστή διαχείριση», διαχειρίζεται τη χρηματοδότηση των επενδύσεων του κράτους, των οργανισμών τοπικής αυτοδιοίκησης, των δημοσίων οργανισμών και των οργανισμών δημοσίου δικαίου. Η συγκέντρωση καταθέσεων ταχυδρομικού ταμιευτηρίου, με εγγύηση του Δημοσίου, αποτελεί την κύρια πηγή άντλησης κεφαλαίων γι' αυτούς τους σκοπούς.
 - Ο δεύτερος τομέας, ο οποίος αποκαλείται «κανονική διαχείριση», είναι εντεταλμένος με τη χρηματοδότηση έργων, εγκαταστάσεων, δικτύων και εξοπλισμού, που σκοπό έχουν την παροχή δημόσιων υπηρεσιών και την εκτέλεση εγχειοβελτιωτικών έργων. Έτσι, το CDP θα μπορεί να συγκεντρώνει κεφάλαια με την έκδοση τίτλων, την ανάληψη χρηματοδοτήσεων και άλλων χρηματοπιστωτικών πράξεων, χωρίς εγγύηση Δημοσίου.

II.2. PI

- (18) Τα PI είναι ο πάροχος γενικών ταχυδρομικών υπηρεσιών στην Ιταλία και εκπληρώνουν την υποχρέωση παροχής γενικών ταχυδρομικών υπηρεσιών ⁽⁴⁾ σύμφωνα με την εθνική νομοθεσία ⁽⁵⁾ και τους κανονισμούς σχετικά με τις γενικές ταχυδρομικές υπηρεσίες. Σήμερα οι χρηματοδοτικές υπηρεσίες δεν περιλαμβάνονται στην εντολή παροχής υπηρεσιών γενικού οικονομικού συμφέροντος, η οποία δόθηκε στα PI.
- (19) Εκτός της παροχής των γενικών ταχυδρομικών υπηρεσιών, τα PI είναι επίσης σε θέση να παράσχουν προϊόντα και ολοκληρωμένες υπηρεσίες επικοινωνιών, υλικοτεχνικής υποστήριξης και χρηματοοικονομικού χαρακτήρα σε όλη την ιταλική επικράτεια. Τα κύρια στοιχεία παρουσιάζονται στον παρακάτω πίνακα ⁽⁶⁾.

⁽³⁾ Σύμφωνα με το άρθρο 5 του νομοθετικού διατάγματος αριθ. 269, της 30ής Σεπτεμβρίου 2003, το οποίο μετετράπη στο νόμο αριθ. 326 στις 24 Νοεμβρίου 2003, οι μετοχές του CDP αποδόθηκαν στο κράτος. Επίσης, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και άλλα δημόσια ή ιδιωτικά νομικά πρόσωπα δύνανται να κατέχουν μόνο συμπληρωματικά μειοψηφικά μερίδια του κεφαλαίου του CDP.

⁽⁴⁾ Στις γενικές ταχυδρομικές υπηρεσίες συμπεριλαμβάνονται η συλλογή, η μεταφορά, η κατηγοριοποίηση και η διανομή ταχυδρομικών αποστολών βάρους έως 2 kg και ταχυδρομικών πακέτων βάρους έως 20 kg, καθώς και η παροχή υπηρεσιών σχετικών με τις συστημένες αποστολές και με τις αποστολές με δηλωμένη αξία.

⁽⁵⁾ Νομοθετικό διάταγμα της 22ας Ιουλίου 1999, αριθ. 261, το οποίο δημοσιεύθηκε στην GU 182 της 5.8.1999, και διάταγμα της 17ης Απριλίου 2000 του υπουργείου επικοινωνιών, το οποίο δημοσιεύτηκε στην GU 102 της 4.5.2000.

⁽⁶⁾ Πηγή: Ιστοσελίδα PI, Μάρτιος 2008.

II. ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ ΤΟΥ CDP ΚΑΙ ΤΩΝ PI/BANCOPOSTA — ΣΧΕΤΙΚΕΣ ΑΓΟΡΕΣ

II.1. CDP

- (15) Το CDP μετατράπηκε από δημόσια υπηρεσία σε ανώνυμη εταιρεία, στα τέλη του 2003. Από τότε, παρά τη μεταφορά

⁽²⁾ Βλέπε υποσημείωση 1.

Πίνακας 1

Οικονομικά στοιχεία σχετικά με τις κύριες δραστηριότητες των ΡΙ

Έτος 2006	
Σύνολο εργαζομένων (ετήσιος μέσος όρος)	1 51 470
Περιοχές	9
Θυγατρικές	140
Ταχυδρομικά γραφεία	13 893
Βασικά οικονομικά στοιχεία του ομίλου Poste Italiane	
	(σε εκατ. EUR)
Συνολικά έσοδα	17 055,6
Έσοδα από πωλήσεις και παροχές υπηρεσιών	15 932,2
από τα οποία:	
— από ταχυδρομικές υπηρεσίες	5 339,4
— από χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες	4 382,5
— από ασφαλιστικές υπηρεσίες	5 993,6
— από λοιπές υπηρεσίες	216,7
Άλλα έσοδα	1 123,3
Καθαρό κέρδος	675,7
Ταχυδρομικός τομέας	
Προϊόντα και υπηρεσίες	όγκος (αριθ. τεμαχίων)
Αλληλογραφία (ταχυδρομείο κανονικό, προτεραιότητας, συστημένα, δηλωμένης αξίας, επιδόσεις δικαστικών πράξεων, άλλο καταχωρισμένο ταχυδρομείο)	3 522 792 200
Εμπορικό ταχυδρομείο (Postatarget, κατάλογοι, ταχυδρομείο χωρίς διεύθυνση κ.λπ.)	1 887 699 700
Περιοδικά (έντυπα, gadgets, βιβλία κ.λπ.)	1 216 045 800
Ηλεκτρονικές επικοινωνίες (τηλεγραφήματα, φαξ, τэлеξ)	17 442 800
Υπηρεσίες ταχυμεταφοράς (Poste Italiane και Sda)	46 284 600
Δέματα	16 052 000
Ταχυδρομικό Ταμειυτήριο	
Βιβλιάρια ταμειυτηρίου, έντοκα γραμματία και ταχυδρομικοί τρεχούμενοι λογαριασμοί: συνολικό ποσό	282 408 εκατ. EUR
Ασφάλειες ζωής: εισπραχθέντα ποσά	5 989 εκατ. EUR
Λογαριασμός Bancoposta: αριθμός υφιστάμενων τρεχούμενων λογαριασμών	4 880 000
Κάρτα Postepay: αριθμός εκδοθεισών καρτών	2 801 000

(20) Σύμφωνα με τον ισολογισμό των ΡΙ, το 2006 τα έσοδα από τις ταχυδρομικές υπηρεσίες αντιστοιχούσαν σε 33,5 % επί των συνολικών εσόδων του ομίλου· το 27,5 % επί των συνολικών εσόδων προήλθε από χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες, το 37,6 % από ασφαλιστικές υπηρεσίες. Οι χρηματοπιστωτικές και οι ασφαλιστικές υπηρεσίες συνεισέφεραν αντίστοιχα το 82,0 % και το 18,7 % των αποτελεσμάτων εκμετάλλευσης του ομίλου ΡΙ. Οι ταχυδρομικές υπηρεσίες παρουσίασαν ζημία εκμετάλλευσης 4 εκατ. ευρώ.

(21) Πριν από τον Δεκέμβριο 2003 τα ΡΙ ανήκαν στο ιταλικό κράτος κατά 100 %. Τον Δεκέμβριο 2003, το ιταλικό κράτος όρισε τη μεταφορά του 35 % του εταιρικού κεφαλαίου των ΡΙ στο CDP. Τα Poste Italiane SpA είναι επίσης νομικό πρόσωπο ιδιωτικού δικαίου υπό κρατικό έλεγχο.

II.2.1. Ταχυδρομικές υπηρεσίες

(22) Σύμφωνα με πρόσφατη μελέτη (7), η ταχυδρομική αγορά στην Ιταλία ήταν σχετικά ανοιχτή πριν από την εφαρμογή της πρώτης οδηγίας για τις ταχυδρομικές υπηρεσίες (8). Φορείς ξεχωριστοί από τα ΡΙ μπορούσαν ήδη διανείμουν διαφημιστική αλληλογραφία με διεύθυνση και υβριδικές ταχυδρομικές υπηρεσίες. Επιπλέον, ορισμένοι τοπικοί φορείς δραστηριοποιούνταν στη διανομή αλληλογραφίας στο πλαίσιο σχέσης υπεργολαβίας με τα ΡΙ. Μετά την εφαρμογή της οδηγίας 97/67/ΕΚ σχετικά με τις ταχυδρομικές υπηρεσίες, οι υβριδικές ταχυδρομικές αποστολές εντάχθηκαν στις αποκλειστικές υπηρεσίες, με επακόλουθη διακοπή των σχέσεων υπεργολαβίας. Το διασυνοριακό ταχυδρομείο εισόδου και εξόδου αποτελεί αναπόσπαστο τμήμα του πλαισίου που διατηρούν τα ΡΙ. Από 1ης Ιανουαρίου 2003 μεταφέρθηκε στην ιταλική έννομη τάξη η δεύτερη οδηγία σχετικά με τις ταχυδρομικές υπηρεσίες (9) η οποία προβλέπει την πλήρη ολοκλήρωση της εσωτερικής ταχυδρομικής αγοράς ως την 1η Ιανουαρίου 2009, με περιορισμό των αποκλειστικών προϊόντων μέχρι τα 100 γραμμάρια για την αλληλογραφία και το τριπλάσιο της αξίας του βασικού τέλους του ταχυδρομείου με προτεραιότητα. Από την 1η Ιανουαρίου 2006 το αποκλειστικό δικαίωμα των ΡΙ περιλαμβάνει τις αποστολές αλληλογραφίας αξίας μέχρι δύο φορές το βασικό τέλος της αποστολής με προτεραιότητα και βάρους μέχρι 50 γραμμαρίων. Επιπλέον, εξακολουθούν να συμπεριλαμβάνονται στις αποκλειστικές υπηρεσίες οι παροχές *back office* και η διανομή ταχυδρομείου μεγάλων ποσοτήτων. Η ταχυδρομική αγορά είναι τώρα σχετικά ανοιχτή *de jure*, καθώς τώρα πια έχει απελευθερωθεί η άμεση αποστολή διαφημιστικού υλικού μέσω αλληλογραφίας. Οι κανόνες εισόδου δεν θεωρούνται αυστηροί (10).

(23) Στις 19 Οκτωβρίου 2006, η Επιτροπή πρότεινε μια νέα οδηγία για τις ταχυδρομικές υπηρεσίες, με στόχο την

πλήρη ολοκλήρωση της εσωτερικής αγοράς των κοινοτικών ταχυδρομικών υπηρεσιών. Η οδηγία (11) τέθηκε σε ισχύ στις 27 Φεβρουαρίου 2008 και προβλέπει την κατάργηση των νόμιμων μονοπωλίων των ταχυδρομικών υπηρεσιών ως τις 31 Δεκεμβρίου 2010, με δυνατότητα για ορισμένα κράτη μέλη παράτασης της προθεσμίας μέχρι τις 31 Δεκεμβρίου 2012.

II.2.2. Χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες

(24) Με το υπ' αριθ. 144 διάταγμα του Προέδρου της Δημοκρατίας, της 14ης Μαρτίου 2001, ρυθμίστηκαν οι τραπεζικές και χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες που μπορούν να παρέχουν τα ΡΙ, οι οποίες αποτελούν τις δραστηριότητες της Bancoposta. Στις δραστηριότητες αυτές περιλαμβάνονται: συγκέντρωση αποταμιεύσεων από το κοινό υπό οποιαδήποτε μορφή· παροχή υπηρεσιών πληρωμής· χρηματιστηριακές υπηρεσίες· προώθηση και τοποθέτηση χρηματοδοτήσεων που χορηγούνται από τράπεζες και άλλους εξουσιοδοτημένους ενδιάμεσους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς· παροχή ορισμένων υπηρεσιών επενδύσεων (διαπραγμάτευση για λογαριασμό τρίτων και τοποθέτηση και συγκέντρωση παραγγελιών, με εξαίρεση τη διεξαγωγή διαπραγματεύσεων για ίδιο λογαριασμό και τη διαχείριση περιουσιακών στοιχείων βάσει ατομικού συμφέροντος). Αποκλείεται ρητά η άσκηση δραστηριοτήτων χρηματοδότησης από τα ΡΙ.

(25) Τα ΡΙ/Bancoposta μπορούν να θεωρηθούν ως ίδρυμα αποταμίευσης και ενδιάμεσος χρηματοπιστωτικός οργανισμός. Παρότι δεν πρόκειται για τράπεζα, χρησιμοποιεί τα πολυάριθμα ταχυδρομικά γραφεία των ΡΙ για τη λειτουργία της και για να προσφέρει τραπεζικά και άλλα χρηματοπιστωτικά προϊόντα.

(26) Τα 13 893 ταχυδρομικά γραφεία, κατά μέσο όρο τουλάχιστον ένα ανά δήμο, που καθιστούν τα ΡΙ το μεγαλύτερο τραπεζικό δίκτυο της Ιταλίας, πρέπει να θεωρηθούν πλεονέκτημα παρά βάρος: τα έξοδά τους καλύπτονται ουσιαστικά από τις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες των ΡΙ και συνεπώς δεν αποτελούν βάρος για τον πάροχο των γενικών υπηρεσιών (12).

(27) Σε έκθεση που δημοσιεύτηκε το 2004, η εταιρεία αξιολογήσεων Fitch δήλωσε ότι η ΡΙ/Bancoposta διαθέτουν την ικανότητα να προσεγγίσουν ολόκληρο τον ιταλικό πληθυσμό, την οποία δεν μπορεί να φτάσει καμία εθνική τράπεζα στο προσεχές μέλλον (13). Η εταιρεία θεωρεί επίσης ότι τα ΡΙ έθεσαν την ανάπτυξη των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών στο επίκεντρο της στρατηγικής τους.

(28) Τα ΡΙ προσφέρουν μια ευρεία δέσμη χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, οι οποίες μπορούν να ανταγωνιστούν τις αντίστοιχες που παρέχει το τραπεζικό σύστημα:

- υπηρεσίες καταθέσεων ταμειωτηρίου, άμεσων, έμμεσων και σχετικές χορηγήσεις,
- υπηρεσίες πληρωμών,
- τοποθέτηση χρηματοπιστωτικών και επενδυτικών προϊόντων.

(7) Development of competition in the European postal sector, ECO-RYS-NEI, Ιούλιος 2005.

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

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

(10) Βλέπε υποσημείωση 7.

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

(12) Πρβλ. τη μελέτη της PriceWaterhouseCoopers «The Impact on Universal Service of the Full Market Accomplishment of the Postal Internal Market in 2009, Final Report», Μάιος 2006.

(13) Fitchratings, ειδική έκθεση της 9.7.2004, The European Regulated Mail Sector: Tomorrow's Deliveries.

- (29) Για τους σκοπούς της παρούσας απόφασης, το πιο σημαντικό στοιχείο αφορά τα μέσα συγκέντρωσης αποταμιεύσεων, ειδικότερα του ταχυδρομικού ταμειυτηρίου, καθόσον τα PI συγκεντρώνουν κεφάλαια εξ ονόματος και για λογαριασμό του CDP, τοποθετώντας τα έντοκα ταχυδρομικά γραμμάτια και τα βιβλιάρια ταχυδρομικού ταμειυτηρίου.
- (30) Επίσης, τα τελευταία χρόνια, τα PI έχουν διευρύνει αισθητά τη δέσμη των μέσων πληρωμής που προσφέρουν στην πελατεία τους, τοποθετώντας δίπλα στα παραδοσιακά μέσα του τομέα στον οποίο δραστηριοποιούνται (ταχυδρομικά δελτία και ταχυδρομικές επιταγές), τα μέσα που κάποτε παρέχονταν συνήθως από τις τράπεζες (χρεωστικές και πιστωτικές κάρτες, εμβάσματα, υπηρεσίες χρέωσης λογαριασμού για την εξόφληση λογαριασμών)⁽¹⁴⁾.
- (31) Τέλος, τα PI τοποθετούν τα παρακάτω χρηματοπιστωτικά και επενδυτικά προϊόντα:
- δομημένα ομόλογα που εκδίδονται από τράπεζες,
 - ασφαλιστήρια συμβόλαια που εκδίδονται από την Poste Vita⁽¹⁵⁾,
 - αμοιβαία κεφάλαια της Bancoposta Fondi SGR, εταιρείας διαχείρισης χαρτοφυλακίου⁽¹⁶⁾,
 - χρηματοδοτήσεις για λογαριασμό τρίτων. Παρέχονται προσωπικά δάνεια και δάνεια για λογαριασμό τραπεζών.

III. ΜΕΤΡΟ ΠΟΥ ΥΠΟΚΕΙΤΑΙ ΣΕ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ

- (32) Το μέτρο που αποτελεί αντικείμενο αξιολόγησης είναι η αμοιβή για την τοποθέτηση των BFP που κατέβαλε το CDP στα PI κατά την περίοδο 2000-2006.

III.1. Ταχυδρομικό ταμειυτήριο

- (33) Το διάταγμα του Υπουργείου Οικονομίας και Οικονομικών της 6ης Οκτωβρίου 2004⁽¹⁷⁾ (εφεξής το «διάταγμα») σχετικά με το νομοθετικό διάταγμα αριθ. 269, της 30ής Σεπτεμβρίου, ορίζει στο άρθρο 1, εδάφιο 1, το ταχυδρομικό ταμειυτήριο ως «τη συγκέντρωση κεφαλαίων, με υποχρέωση επιστροφής, υποστηριζόμενη από κρατική εγγύηση, η οποία πραγματοποιείται από το CDP S.p.a. μέσω των Poste italiane S.p.a.». Γι' αυτόν τον σκοπό χρησιμοποιούνται τα βιβλιάρια του ταχυδρομικού ταμειυτηρίου και τα έντοκα ταχυδρομικά γραμμάτια.
- (34) Σύμφωνα με το άρθρο 1, εδάφιο 2, του διατάγματος, το ταχυδρομικό ταμειυτήριο, δηλαδή η συγκέντρωση κεφαλαίων

που πραγματοποιείται από το CDP μέσω των PI, αποτελεί υπηρεσία γενικού οικονομικού συμφέροντος.

III.1.1. Βιβλιάρια ταχυδρομικού ταμειυτηρίου

- (35) Τα βιβλιάρια ταχυδρομικού ταμειυτηρίου είναι μέσα συγκέντρωσης κεφαλαίων με την εγγύηση του κράτους, και επομένως, χαμηλού κινδύνου. Τα βιβλιάρια ταχυδρομικού ταμειυτηρίου διακρίνονται σε ονομαστικά βιβλιάρια και σε βιβλιάρια στον κομιστή. Μεταξύ των κύριων πράξεων που πραγματοποιούνται μέσω του βιβλιαρίου ταχυδρομικού ταμειυτηρίου εμφανίζονται οι καταθέσεις και οι αναλήψεις.
- (36) Στις 22 Νοεμβρίου 2006, η Επιτροπή αποφάσισε ότι η αμοιβή που προσφέρθηκε από το CDP στα PI για την τοποθέτηση βιβλιαρίων καταθέσεων ταχυδρομικού ταμειυτηρίου την περίοδο 2000-2005 δεν συνιστά κρατική ενίσχυση κατά την έννοια του άρθρου 87, παράγραφος 1 της συνθήκης.

III.1.2. Έντοκα ταχυδρομικά γραμμάτια

- (37) Τα έντοκα ταχυδρομικά γραμμάτια (BFP) είναι μέσα συγκέντρωσης κεφαλαίων με εγγύηση από το κράτος και, επομένως, χαμηλού κινδύνου, δεν είναι διαπραγματεύσιμοι τίτλοι στην αγορά, καθώς δεν μπορούν να πωληθούν, σύμφωνα με ρητή διάταξη του νόμου, και είναι εξοφλητέα επί τη εμφανίσει με επιστροφή του κεφαλαίου και καταβολή των τόκων, χαρακτηριστικό που ισοδυναμεί με παρουσία δικαιώματος πώλησης αμερικανικού τύπου, το οποίο επιτρέπει στον καταθέτη να απαιτήσει εξόφληση, σε προκαθορισμένη τιμή, σε οποιαδήποτε στιγμή της ύπαρξης του γραμματίου. Οι τόκοι ρευστοποιούνται διαμιάς κατά την εξόφληση και υποκείνται στη φορολογική παρακράτηση του 12,5 %.
- (38) Τα BFP έχουν τη μορφή *one-coupon bond*, είναι πάντοτε διαθέσιμα και έτσι το συνολικό ποσό της κάθε έκδοσης δεν προκαθορίζεται. Η υπηρεσία τοποθέτησης, διαχείρισης και εξόφλησης των έντοκων ταχυδρομικών γραμματίων, καθώς και άλλων σχετικών δραστηριοτήτων, είναι απαλλαγμένες από προμήθεια και λοιπές χρεώσεις που βαρύνουν τους αποταμιευτές. Από το 2003 διατίθενται υπό έντυπη ή άυλη μορφή. Πριν από το 2003 εκδίδονταν μόνο έντυπα BFP.
- (39) Οι τέσσερις βασικοί τύποι BFP είναι οι εξής⁽¹⁸⁾:
- κανονικά BFP: πρόκειται για χρηματοοικονομικά προϊόντα εικοσαετούς διάρκειας, τα οποία εγγυώνται σταθερή ετήσια απόδοση, αυξανόμενη με το χρόνο (δομή *step up*),

⁽¹⁴⁾ Σε ορισμένες περιπτώσεις (χρεωστικών καρτών και υπηρεσιών χρέωσης λογαριασμού για την εξόφληση λογαριασμών) οι υπηρεσίες παρέχονται από τον ίδιο ταχυδρομικό φορέα, ενώ σε άλλες περιπτώσεις, η παροχή καθίσταται δυνατή μέσω εμπορικών συμφωνιών σύμφωνα με τις οποίες τα PI/Bancoposta αναλαμβάνουν τον ρόλο διανομέα υπηρεσιών που παράγονται από τρίτους (φορείς του τραπεζικού τομέα στην περίπτωση πιστωτικών καρτών).

⁽¹⁵⁾ Η Poste Vita SpA ελέγχεται κατά 100 % από τα PI.

⁽¹⁶⁾ Η Bancoposta Fondi SpA SGR ελέγχεται κατά 100 % από τα PI.

⁽¹⁷⁾ Δημοσιεύτηκε στην GU 241 της 13.10.2004.

⁽¹⁸⁾ Βλέπε την αιτιολογική σκέψη 32 της απόφασης κίνησης της διαδικασίας. Τον Ιούλιο 2006 το CDP εισήγαγε την έκδοση BFP υπέρ ανηλίκων με διάρκεια από την ημερομηνία υπογραφής ως τη συμπλήρωση των 18 ετών από τον δικαιούχο. Αυτός ο τύπος ομολόγων δεν εντάσσεται στο πλαίσιο της απόφασης κίνησης της διαδικασίας ούτε στο πλαίσιο της παρούσας απόφασης. Ούτως ή άλλως, το απόθεμα των BFP ανηλίκων είναι αμελητέο σε σχέση με το συνολικό απόθεμα των BFP (0,3 % επί του συνόλου στις 31.12.2007).

- BFP με τιμαριθμική ρήτρα: πρόκειται για τίτλους που παρέχουν, με τη λήξη τους, εγγυημένη σταθερή απόδοση και συμπληρωματική μεταβλητή προμοδότηση συνδεδεμένη με την εξέλιξη ενός χρηματιστηριακού δείκτη ⁽¹⁹⁾ (πρώτη έκδοση το 2003) ή του πληθωρισμού (πρώτη έκδοση το 2006),
- προθεσμιακά BFP: δεν παρέχονται πλέον από 1ης Ιανουαρίου 2003. Διαθέτουν τα ίδια χαρακτηριστικά με τα κανονικά έντοκα γραμμάτια, αλλά η μέγιστη διάρκειά τους είναι 7 έτη,
- BFP 18 μηνών: εισήχθησαν το 2005 και κάλυψαν το κενό που υπήρχε όσον αφορά αυτή τη συγκεκριμένη διάρκεια.

Πίνακας 2

Απόθεμα BFP ⁽²⁰⁾ ανά τύπο, σε δισεκατ. ευρώ

Τύπος BFP	Μέγιστη Διάρκεια	Μέση διάρκεια	31.12.2005	31.12.2006
Κανονικά BFP	20 έτη	[7-10] έτη	121,1	132,2
BFP με τιμαριθμική ρήτρα	7 έτη	[4-7] έτη ⁽²¹⁾	1,6	3,6
BFP 18 μηνών	18 μήνες	Δ/Υ ⁽²²⁾	1,9	8,3
Προθεσμιακά BFP	7 έτη	[4-7] έτη	48,6	36,2
Σύνολο			173,1	180,6

⁽²¹⁾ Αφορά τα BFP εξαγοράς μετοχών (*equity linked*). Για τα τιμαριθμοποιημένα BFP, βλέπε την υποσημείωση 49.

⁽²²⁾ Οι ιταλικές αρχές επισημαίνουν ότι η μέση διάρκεια για τα ομόλογα 18 μηνών δεν μπορεί να προσδιοριστεί ποσοτικά, καθώς αυτός ο τύπος ομολόγων εκδόθηκε από τον Σεπτέμβριο 2005.

III.1.3. Αξία των τίτλων

- (40) Σύμφωνα με την ABI, τα ποσά που κατείχαν οι ιταλικές οικογένειες υπό τη μορφή ταχυδρομικών αποταμειυτικών προϊόντων και των σημαντικότερων ανταγωνιστικών τους προϊόντων είναι τα εξής:

Πίνακας 3

Ταχυδρομικά αποταμειυτικά προϊόντα και συγκρίσιμα προϊόντα που κατέχουν οι ιταλικές οικογένειες, σε εκατ. ευρώ

Χρηματοπιστωτικός τίτλος	Δεκέμβριος 1999	Δεκέμβριος 2004
BFP	113	160
Ομόλογα του Δημοσίου	126	203
Ομολογιακοί κρατικοί τίτλοι ευρωζώνης	156	160
Βιβλιάρια ταχυδρομικού ταμειυτηρίου	36	60
Καταθέσεις σε τραπεζικά ταμειυτήρια	69	74

Πηγή: ABI.

⁽¹⁹⁾ Dow Jones ευρώ Stoxx 50. Βλέπε ισολογισμό του CDP για το 2004.

⁽²⁰⁾ Το απόθεμα περιλαμβάνει τα BFP που εξέδωσε το CDP και το Υπουργείο Οικονομικών, τα οποία δεν εκδίδονται πλέον από το 2001.

III.2. Αμοιβή των ΠΙ για την τοποθέτηση των BFP

- (41) Για την υπηρεσία τοποθέτησης των BFP, τα ΠΙ λαμβάνουν ετήσια αμοιβή, η οποία, από το 2000, βασίζεται σε μια σειρά συμβάσεων και στις σχετικές τροποποιήσεις τους:
- σύμβαση για την τριετία 1999-2001, η οποία συνομολογήθηκε στις 4 Αυγούστου 1999 και ακυρώθηκε στις 27 Οκτωβρίου 2000,
 - σύμβαση για το έτος 2001, η οποία συνομολογήθηκε στις 10 Μαΐου 2001,
 - σύμβαση για το έτος 2002, η οποία συνομολογήθηκε στις 26 Ιουλίου 2002,
 - σύμβαση για την τριετία 2003-2005, η οποία συνομολογήθηκε στις 23 Οκτωβρίου 2003, τροποποιήθηκε για τα έτη 2004 και 2005 από δύο πρόσθετες ρυθμίσεις μεταξύ των ΠΙ και του CDP, οι οποίες συνομολογήθηκαν στις 24 Δεκεμβρίου 2004 και στις 20 Οκτωβρίου 2005,
 - σύμβαση για την τριετία 2006-2008, η οποία συνομολογήθηκε στις 30 Μαρτίου 2006.
- (42) Βάσει των διαδοχικών συμβάσεων, η ετήσια αμοιβή που αντιστοιχεί στα ΠΙ αποτελείται από τρία στοιχεία: i) μια προμήθεια επί της ακαθάριστης συγκέντρωσης (για έξοδα τεχνικής και νομικής υπηρεσίας — *upfront fee*), η οποία αποτελεί συνάρτηση του ύψους της αξίας των BFP που υπογράφονται μέσα σε ένα έτος, ii) μια προμήθεια για τη διαχείριση του αποθέματος των BFP και iii) άλλα ειδικά στοιχεία, όπως παρουσιάζεται στους πίνακες 4 και 5.

Πίνακας 4

Αμοιβή BFP δυνάμει των συμβάσεων

2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Ετήσια προμήθεια επί του υπάρχοντος αποθέματος BFP: [...] (*) (23)	Ετήσια προμήθεια επί του υπάρχοντος αποθέματος BFP: [...]	Ετήσια προμήθεια επί του υπάρχοντος αποθέματος BFP: [...]	Ετήσια προμήθεια επί του υπάρχοντος αποθέματος BFP: [...] (24)	Ετήσια προμήθεια επί του υπάρχοντος αποθέματος BFP: [...]	Ετήσια προμήθεια επί του υπάρχοντος αποθέματος BFP: [...]	Ετήσια προμήθεια επί του υπάρχοντος αποθέματος BFP: [...]
Αμοιβή για την επίτευξη νέων εγγραφών BFP μέσα στο έτος: [...]	Αμοιβή για την επίτευξη νέων εγγραφών BFP μέσα στο έτος: [...]	Αμοιβή για την επίτευξη νέων εγγραφών BFP μέσα στο έτος: [...]	Αμοιβή για την επίτευξη νέων εγγραφών BFP μέσα στο έτος: [...]	Αμοιβή για την επίτευξη νέων εγγραφών BFP μέσα στο έτος: [...]	Αμοιβή για την επίτευξη νέων εγγραφών BFP μέσα στο έτος: [...]	Αμοιβή για την επίτευξη νέων εγγραφών BFP μέσα στο έτος: [...]
Λοιπά στοιχεία: [...] (25)	Λοιπά στοιχεία: [...]	Λοιπά στοιχεία: [...]	Λοιπά στοιχεία: [...]	Λοιπά στοιχεία: [...]	Λοιπά στοιχεία: [...]	Λοιπά στοιχεία: [...]

(*) Στοιχεία που καλύπτονται από το επαγγελματικό απόρρητο

(23) [...]

(24) [...]

(25) [...]

Πίνακας 5

Ετήσια αμοιβή των ΡΙ για τα έτη 2000-2006, σε εκατ. ευρώ

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Αμοιβή για νέες εγγραφές	57	243	123	302	381	487	460
BFP 18 μηνών						13	50
BFP με τιμαριθμική ρήτρα				8	7	29	59
Προθεσμιακά BFP	25	73	60				
Κανονικά BFP	32	170	63	293	374	444	351
Αμοιβή για τη λογιστική — διοικητική διαχείριση:	252	196	194	115	101	96	99
BFP 18 μηνών	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BFP με τιμαριθμική ρήτρα	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Προθεσμιακά BFP	130,6	98,2	94,7	46,9	36,5	26,0	20,6
Κανονικά BFP	121,4	98,0	98,9	67,6	64,8	69,6	78,0
Αμοιβή για την παραγωγή έντυπων ομολόγων				15	16	18	18
Συνολική αμοιβή	309	439	316	431	498	600	577

- (43) Όσον αφορά τους ισολογισμούς του CDP, η αμοιβή που αντιστοιχεί στα ΡΙ ποικίλλει σε μεγάλο βαθμό, ανάλογα με τον όγκο της συγκέντρωσης, και επιτρέπει στο CDP να διατηρεί μια μεγάλη επιχειρησιακή ευελιξία και μια εξαιρετικά ευπροσάρμοστη δομή κόστους.

IV. ΛΟΓΟΙ ΠΟΥ ΟΔΗΓΗΣΑΝ ΣΤΗΝ ΚΙΝΗΣΗ ΤΗΣ ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑΣ

- (44) Κατ' αρχάς, η Επιτροπή υπενθυμίζει ότι στην απόφαση της 22ας Νοεμβρίου 2006 εξήχθη το συμπέρασμα ότι το νομικό πλαίσιο που ίσχυε για το CDP για την τοποθέτηση προϊόντων ταχυδρομικού ταμειυτηρίου (BFP και βιβλιάρια ταχυδρομικού ταμειυτηρίου) δεν ενέκρινε *de jure* κανένα αποκλειστικό δικαίωμα τοποθέτησης.
- (45) Η Επιτροπή αμφέβαλε για το ότι η αμοιβή που κατέβαλε η CDP στην ΡΙ για την τοποθέτηση BFP μπορούσε να αντιστοιχεί στις τιμές της αγοράς και εξέφρασε αμφιβολίες, ιδίως όσον αφορά παρόμοια σχετικά προϊόντα τα οποία χρησιμοποιούνται στην Ιταλία, για να προσδιορίσει αν η αμοιβή αυτή είναι σύμφωνη με την αγορά. Η Επιτροπή επεσήμανε επίσης ότι, σε αυτό το στάδιο, δεν της είχαν γνωστοποιηθεί ούτε η ακριβής σύνθεση των διάφορων αμοιβών της ΡΙ για την τοποθέτηση των BFP από το 2000 ούτε οι ακριβείς τιμές τους.
- (46) Επομένως, στάθηκε αρκετά δύσκολο για την Επιτροπή να προσδιορίσει εάν όλα τα στοιχεία της αμοιβής για την τοποθέτηση των BFP:

i) τηρούσαν το τρίτο και το τέταρτο κριτήριο της απόφασης *Altmark* ⁽²⁶⁾ από το 2004, και

⁽²⁶⁾ Απόφαση σχετικά με την υπόθεση C-280/00 *Altmark Trans GmbH και Regierungspräsidium Magdeburg εναντίον Nahverkehrsgesellschaft Altmark GmbH*, Συλλογή 2003, σ. I-07747, και συνεκδικαζόμενες υποθέσεις C-34/01 έως C-38/01 *Enirisorse SpA εναντίον Υπουργείου Οικονομικών*, Συλλογή 2003, σ. I-14243.

- ii) ήταν σύμφωνα με τους κανόνες της αγοράς την περίοδο 2000-2003.
- (47) Τέλος, η Επιτροπή αντιμετώπισε πολλές δυσκολίες για την αξιολόγηση της καταλληλότητας της αμοιβής που παρείχε το CDP στα PI για τα BFP, σε περίπτωση που η αμοιβή αυτή αποτελούσε κρατική ενίσχυση.

V. ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ ΕΝΔΙΑΦΕΡΟΜΕΝΩΝ ΤΡΙΤΩΝ ΜΕΡΩΝ

- (48) Κατά τη διαδικασία ελήφθησαν παρατηρήσεις μόνο από την ABI.
- (49) Στην καταγγελία της 30ής Δεκεμβρίου 2005, η ABI υποστήριξε ότι, αναφορικά με τη δραστηριότητα που διεξήγαγαν τα PI για λογαριασμό του CDP, έλαβαν μεγαλύτερη αμοιβή σε σχέση με:
- τις νομίμως καθορισθείσες προμήθειες για την τοποθέτηση τίτλων δημοσίου (*Έντοκα Γραμμάτια του Δημοσίου — BOT, Έντοκα Πολυετή Γραμμάτια του Δημοσίου — BTP, Γραμμάτια του Δημοσίου Χωρίς Τοκομερίδιο — CTZ* ⁽²⁷⁾),
 - τις προμήθειες που λαμβάνουν οι τράπεζες για την τοποθέτηση ομολόγων που εκδίδονται από τρίτους.
- (50) Συγκεκριμένα, η ABI δηλώνει ότι οι προμήθειες για την τοποθέτηση εταιρικών ομολόγων ποικίλλουν από 0,5 % έως 6 % και εξαρτώνται από διάφορους παράγοντες όπως, για παράδειγμα, από την αξιολόγηση του εκδότη του τίτλου, τη δομή της έκδοσης, το δίκτυο τοποθέτησης, τον βαθμό περιπλοκότητας του τίτλου. Οι προμήθειες που ζητούν οι τράπεζες για την τοποθέτηση τραπεζικών ομολογιών για λογαριασμό τρίτων ισούνται, κατά μέσο όρο, με το 1-1,5 % του ποσού της τοποθέτησης.
- (51) Σύμφωνα με την ABI, η αμοιβή που καταβάλλει το δημόσιο στα PI για την τοποθέτηση προϊόντων ταχυδρομικού ταμιευτηρίου αποτελεί κρατική ενίσχυση υπέρ των PI και εις βάρος των τραπεζών, οι οποίες μπορούσαν να παράσχουν την ίδια υπηρεσία με καλύτερους όρους και με μικρότερη επιβάρυνση για το δημόσιο.
- (52) Με επιστολές της στις 13 Μαρτίου 2007 και στις 18 Μαΐου 2007, η ABI υπέβαλε τις παρακάτω πρόσθετες παρατηρήσεις.
- (53) Η ABI υποστηρίζει ότι η αμοιβή για την τοποθέτηση των BFP πρέπει να είναι ίση με εκείνη που προβλέπεται για την τοποθέτηση τίτλων δημοσίου, BOT ή BTP, ανάλογα με τη διάρκεια. Εντούτοις, τα PI, εκτός από το ότι έλαβαν ανώτερη προμήθεια τοποθέτησης συναρτήσει του εγγεγραμμένου κεφαλαίου από εκείνη που προβλέπεται για τους τίτλους του δημοσίου (περίπου 195-160 βασικές μονάδες), λαμβάνουν περαιτέρω αμοιβή συναρτήσει της αξίας των BFP.
- (54) Επίσης, κατά την άποψη της ABI, η ίδια δεν συμμερίζεται τα αποτελέσματα της ανάλυσης της συγκριτικής αξιολόγησης, τα οποία εκτίθενται στην απόφαση της Επιτροπής της 22ας Νοεμβρίου 2006, για τους παρακάτω λόγους:
- τα BFP είναι προϊόντα τα οποία εκδίδονται από το CDP, το οποίο είναι ενδιάμεσος χρηματοπιστωτικός οργανισμός με βαθμολόγηση ίση με εκείνη του ιταλικού δημοσίου (A+, Aa2, AA-). Έτσι, τα BFP παρουσιάζουν προφίλ κινδύνου καθαρά χαμηλότερο σε σχέση με εκείνο των εταιρικών προϊόντων, δηλαδή εκείνων που εκδίδονται από μη χρηματοπιστωτική εταιρεία ⁽²⁸⁾. Με ίσο βαθμό απόδοσης, οποιοσδήποτε τύπος εταιρικού τίτλου αντιστοιχεί σε υψηλότερο επίπεδο κινδύνου σε σχέση με τους τίτλους δημοσίου ή σε σχέση με τους τίτλους που εκδίδονται από εταιρείες χρηματοπιστωτικού χαρακτήρα. Επομένως, δεν είναι δυνατό να εξομοιωθούν τα BFP με τους εταιρικούς τίτλους, οι οποίοι εκδίδονται από ενδιάμεσους φορείς μη χρηματοπιστωτικού χαρακτήρα,

⁽²⁷⁾ Τα BOT είναι τίτλοι δημοσίου χωρίς τοκομερίδιο, σύντομης διάρκειας, τα BTP είναι τίτλοι δημοσίου μακράς διάρκειας, τα CTZ είναι τίτλοι δημοσίου χωρίς τοκομερίδιο, σύντομης διάρκειας (μέγιστη διάρκεια 2 έτη). Οι προμήθειες τοποθέτησης ορίζονται από το κράτος διά νόμου.

⁽²⁸⁾ Σύμφωνα με την ABI, στους εταιρικούς τίτλους δεν συμπεριλαμβάνονται οι τίτλοι που εκδίδονται από εταιρείες χρηματοπιστωτικού χαρακτήρα.

- τα κανονικά BFP δεν μπορούν να εξομοιωθούν με δομημένα ομόλογα συνδεδεμένα με τον πληθωρισμό. Τα τελευταία παρέχουν στον ενδιαφερόμενο απόδοση η οποία σχετίζεται με την εξέλιξη μιας προκαθορισμένης παραμέτρου — σε αντίθεση με τα κανονικά BFP, η απόδοση των οποίων είναι σταθερή και εξαρτάται από την περίοδο κατοχής — και ενδεχομένως είναι υψηλότερη από εκείνη των BFP, αντιμετωπίζοντας υψηλότερο επίπεδο κινδύνου,
 - σε αντίθεση με τα όσα αναφέρονται στην ανάλυση των εργασιών συγκριτικής αξιολόγησης, τα προθεσμιακά και τα 18μηνα BFP δεν είναι διαπραγματεύσιμα σε μια δευτερογενή αγορά.
- (55) Με επιστολή της στις 18 Μαΐου 2007, η ABI γνωστοποίησε στην Επιτροπή τα αποτελέσματα συγκεκριμένης μελέτης — η οποία διεξήχθη με την υποστήριξη μιας εταιρείας παροχής συμβουλών — σκοπός της οποίας ήταν ο εντοπισμός προϊόντων που μπορούσαν να εξομοιωθούν με τα BFP και η ανάλυση της αμοιβής για την τοποθέτηση των εν λόγω προϊόντων. Η ανάλυση επιβεβαιώνει τις θέσεις της ABI και εκθέτει, όπως παρουσιάζεται στη συνέχεια, τα προϊόντα που μπορούν να εξομοιωθούν με τα BFP.

Εντοπισμός των προϊόντων που μπορούν να εξομοιωθούν με τα BFP και αμοιβή για την τοποθέτησή τους

- (56) Το προϊόν το οποίο μπορεί να εξομοιωθεί με το κανονικό BFP είναι το πολυετές γραμματίο του δημοσίου. Το BFP και το πολυετές γραμματίο του δημοσίου παρουσιάζουν τα ίδια χαρακτηριστικά όσον αφορά τη διάρκεια, το προφίλ κινδύνου, την απόδοση και τη φορολόγηση. Οι προμήθειες τοποθέτησης των πολυετών γραμματίων του δημοσίου είναι από 0,30 % ως 0,40 % του εγγεγραμμένου κεφαλαίου.
- (57) Αντίθετα με όσα δείχνει η ανάλυση που αναφέρεται στην απόφαση της Επιτροπής της 22ας Νοεμβρίου 2006, τα κανονικά BFP δεν μπορούν να εξομοιωθούν με:
- εταιρικά ομόλογα με βαθμολόγηση ίση ή ανώτερη του BBB, καθώς τα BFP αντιστοιχούν σε καθαρά χαμηλότερο προφίλ κινδύνου ακόμα και με ίση βαθμολόγηση,
 - ομόλογα συνδεδεμένα με τον πληθωρισμό, καθώς τα BFP έχουν σταθερές αποδόσεις και εξαρτώνται από την περίοδο κατοχής και όχι από την εξέλιξη του ύψους του πληθωρισμού.
- (58) Όσον αφορά τον περίπλοκο χαρακτήρα των κανονικών BFP, η ABI δηλώνει ότι αυτός ο τύπος γραμματίων δεν εμπίπτει στον ορισμό των δομημένων τίτλων σύμφωνα με την Τράπεζα της Ιταλίας. Η παρουσία δικαιώματος προαίρεσης πώλησης των BFP δεν αποτελεί κίνητρο για τον καθορισμό υψηλότερης αμοιβής τοποθέτησης. Μάλιστα, το εν λόγω δικαίωμα προαίρεσης αποτελεί εγγύηση για τον ενδιαφερόμενο ο οποίος έχει τη δυνατότητα να καταργήσει την επένδυση όταν επιθυμεί και δεν επηρεάζει τη δομή και το επίπεδο κινδύνου του ομολογιακού τίτλου.
- (59) Τα προϊόντα που μπορούν να εξομοιωθούν με τα 18μηνα BFP είναι τα ομόλογα δημοσίου, όπως τα BOT και τα CFZ. Αντίθετα με όσα δείχνει η ανάλυση της συγκριτικής αξιολόγησης, τα 18μηνα BFP δεν μπορούν να εξομοιωθούν με τα εταιρικά ομόλογα με βαθμολόγηση ίση ή ανώτερη από A+, καθώς παρουσιάζουν καθαρά χαμηλότερο προφίλ κινδύνου.
- (60) Οι προμήθειες τοποθέτησης BOT κυμαίνονται από 0,05 % ως 0,30 % του εγγεγραμμένου κεφαλαίου, ανάλογα με τη διάρκεια (και είναι καταβλητέες από τον ενδιαφερόμενο στον μεσίτη). Οι προμήθειες τοποθέτησης των CFZ ισούνται με 0,20 % του εγγεγραμμένου κεφαλαίου.
- (61) Τα προϊόντα που μπορούν να εξομοιωθούν με τα προθεσμιακά BFP είναι τα ομόλογα δημοσίου, όπως τα BOT, τα CFZ και τα BTP, ανάλογα με το υπόλοιπο ζωής των BFP.

- (62) Τα προϊόντα που μπορούν να εξομοιωθούν με τα BFP που αναπροσαρμόζονται βάσει του πληθωρισμού είναι τα BTP σε ευρώ (ομόλογα δημοσίου μέσης/μακράς διάρκειας, τα οποία αναπροσαρμόζονται βάσει του πληθωρισμού της ευρωζώνης). Αυτός ο τύπος BFP δεν ισούται με τα εταιρικά ομόλογα εξαγοράς μετοχών (*corporate equity linked*), καθώς έχουν καθαρά χαμηλότερο προφίλ κινδύνου και η απόδοσή τους δεν σχετίζεται με ένα σύνολο χρηματοοικονομικών τίτλων [όπως τα ομόλογα εξαγοράς μετοχών (*equity linked*)], αλλά με το ύψος του πληθωρισμού.
- (63) Οι προμήθειες τοποθέτησης των BFP ισούνται με 0,40 % του εγγεγραμμένου κεφαλαίου.
- (64) Τα προϊόντα που μπορούν να εξομοιωθούν με τα αναπροσαρμολζόμενα βάσει δείκτη (*index linked*) BFP είναι τα ομόλογα *index linked*, τα οποία εκδίδονται από μια χρηματοπιστωτική εταιρεία (μολονότι το προφίλ κινδύνου είναι μικρότερο για τα BFP). Αυτός ο τύπος BFP δεν μπορεί ωστόσο να συγκριθεί με τα εταιρικά ομόλογα, καθώς το CDP είναι ενδιάμεσος χρηματοπιστωτικός οργανισμός.
- (65) Οι προμήθειες για την τοποθέτηση των ομολόγων που συνδέονται με ορισμένο χρηματοπιστωτικό δείκτη (*financial index linked*) είναι από 1 % ως 2,5 % του εγγεγραμμένου κεφαλαίου.
- (66) Τέλος, το επιχείρημα της ABI, σύμφωνα με το οποίο τα κρατικά ανοιχτά αμοιβαία κεφάλαια ευρωζώνης από επενδύσεις αποτελούν συγκρίσιμο προϊόν με τα BFP, δεν επαναλαμβάνεται πλέον στην επιστολή της 18ης Μαΐου 2007, χωρίς περαιτέρω εξηγήσεις.

Δομή της αμοιβής

- (67) Η ABI υποδεικνύει δύο πιθανά σενάρια για την τοποθέτηση των προϊόντων που μπορούν να εξομοιωθούν με τα BFP. Σύμφωνα με το πρώτο σενάριο, τα προϊόντα τοποθετούνται από ένα πρόσωπο (μεσίτης), το οποίο αμείβεται αποκλειστικά για αυτή τη δραστηριότητα (ενώ η διαχείριση εξακολουθεί να αποτελεί ευθύνη του εκδότη), ενώ σύμφωνα με το δεύτερο σενάριο, τα προϊόντα διατίθενται και αποτελούν αντικείμενο διαχείρισης ενός μεσίτη, ο οποίος αμείβεται για όλες τις δραστηριότητες που επιτελεί (περίπτωση, στην οποία δεν υπάρχει καθαρή διάκριση των δύο στοιχείων της αμοιβής: τοποθέτηση και λογιστική — διοικητική διαχείριση). Τα αποτελέσματα της ανάλυσης απέδειξαν ότι είναι αδύνατο, σύμφωνα με τις πρακτικές της αγοράς, να διακρίνει κανείς εντός των προμηθειών τα ποσοστά που σχετίζονται με τη δραστηριότητα της τοποθέτησης, της διοικητικής — λογιστικής διαχείρισης και της παραγωγής εντύπων.
- (68) Σύμφωνα με την ABI, ο περίπλοκος χαρακτήρας του οργάνου, ο βαθμός απόδοσης του εκδότη, το δίκτυο τοποθέτησης, η διάρκεια του τίτλου, η αναγνωρισιμότητα του εκδότη, η δομή της έκδοσης και οι ιδιαίτερες νομικές διατάξεις (υποχρεώσεις κανονιστικές και αδειοδοτήσης που βαρύνουν τον εκδότη) είναι όλα στοιχεία που επηρεάζουν το επίπεδο της αμοιβής.
- (69) Η ABI υποστηρίζει ότι τα BFP που υποστηρίζονται από εγγύηση του δημοσίου έχουν σαφώς χαμηλότερο προφίλ κινδύνου σε σχέση με ένα εταιρικό ομόλογο, καθώς ο εσωτερικός βαθμός απόδοσης (IRR) για ένα ομόλογο δημοσίου είναι πάντοτε χαμηλότερος σε σχέση με τον αντίστοιχο ενός εταιρικού ομολόγου ίσου βαθμού απόδοσης. Η ABI δηλώνει επίσης ότι για εκδόσεις κρατικών τίτλων με βαθμό απόδοσης Aa, το ποσοστό κινδύνου μη απόδοσης στα 10 χρόνια είναι 0, ενώ για εταιρικά ομόλογα ίδιας κατηγορίας βαθμού απόδοσης, ισούται με 0,59.
- (70) Τέλος, είναι αδύνατο να υπολογισθεί η προμήθεια για την παραγωγή εντύπων ομολόγων, καθώς η διαδικασία απούλοποιησης των ομολόγων κάλυψε σχεδόν το σύνολο της αγοράς.

VI. ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ ΤΟΥ ΙΤΑΛΙΚΟΥ ΚΡΑΤΟΥΣ

Ανάλυση της συγκριτικής αξιολόγησης (*benchmarking*)

- (71) Το ιταλικό κράτος βασίζει τις παρατηρήσεις του στην ανάλυση της συγκριτικής αξιολόγησης, η οποία πραγματοποιήθηκε τον Ιανουάριο 2006 (εφεξής η «ανάλυση»), με στόχο τον καθορισμό των αμοιβών αγοράς των CDP/PI για τα προϊόντα ταχυδρομικού ταμειυτηρίου, ενόψει της προετοιμασίας της νέας σύμβασης 2006-2008.

- (72) Η μεθοδολογική προσέγγιση της ανάλυσης διακρίνεται σε έξι διαδοχικές φάσεις:
- i) εντοπισμός των χαρακτηριστικών των προϊόντων ταχυδρομικού ταμιευτηρίου·
 - ii) εντοπισμός των προϊόντων συγκέντρωσης τίτλων, τα οποία είναι παρόμοια με τα προϊόντα ταχυδρομικού ταμιευτηρίου·
 - iii) εντοπισμός του δείγματος αναφοράς, στο οποίο θα βασιστεί η ανάλυση·
 - iv) εντοπισμός των οικονομικών παραμέτρων που λαμβάνονται υπόψη κατά την ανάλυση·
 - v) καθορισμός των ποσοστών αμοιβής·
 - vi) σχέση μεταξύ της αμοιβής της αγοράς και της αμοιβής του CDP προς τα PI.
- (73) Σύμφωνα με την ανάλυση, τρεις είναι οι παράγοντες που επιδρούν επί των επιπέδων της προμήθειας του ταχυδρομικού ταμιευτηρίου: το προφίλ κινδύνου/απόδοσης, η δομή του τίτλου [δομημένοι τίτλοι έναντι απλών τίτλων («*plain vanilla*») ⁽²⁹⁾] και η διάρκεια της επένδυσης.
- (74) Το ιταλικό κράτος υποστηρίζει ειδικότερα ότι η προμήθεια για την τοποθέτηση των BFP δεν μπορεί να συγκριθεί με την αντίστοιχη για τα ομόλογα δημοσίου, για τους παρακάτω λόγους:
- οι δύο οικογένειες προϊόντων είναι εντελώς διαφορετικές: τα BFP, ενσωματώνοντας ένα σιωπηρό αναμενόμενο δικαίωμα προαίρεσης εξαγοράς (βλέπε αιτιολογική σκέψη 37), τα BFP είναι πιο περίπλοκοι τίτλοι από τους «*plain vanilla*» και μπορούν να θεωρηθούν ως πραγματικά δομημένα ομόλογα·
 - εκτός από την τοποθέτηση, τα PI αναλαμβάνουν και τη διοικητική/λογιστική διαχείριση των BFP, υπηρεσία που δεν απαιτείται να παρέχουν οι τράπεζες όταν διαθέτουν ομόλογα δημοσίου.
- (75) Ακολουθούν τα κύρια συμπεράσματα τα οποία προέκυψαν από την ανάλυση.
- Τα προϊόντα μακράς διάρκειας τα οποία μπορούν να συγκριθούν με τα BFP είναι δομημένοι τίτλοι του τύπου εταιρικών ομολόγων ⁽³⁰⁾ τιμαριθμοποιημένων και εξαγοράς μετοχών με βαθμό απόδοσης ίσο ή ανώτερο του BBB της Standard&Poor's ή/και του Baa2 της Moody's, και τα ομολογιακά αμοιβαία κεφάλαια ευρωζώνης. Όσον αφορά τα αμοιβαία κεφάλαια επενδύσεων, η ανάλυση καταλήγει στο συμπέρασμα ότι αυτός ο τύπος προϊόντος μοιάζει με τα BFP, καθώς και αυτά είναι πάντοτε διαθέσιμα και ο ενδιαφερόμενος μπορεί ανά πάσα στιγμή να ζητήσει να του επιστραφεί το κεφάλαιό του και οι δεδουλευμένοι τόκοι· μια ακόμη πτυχή ομοιότητας μπορεί να θεωρηθεί ότι είναι η διοικητική διαχείριση των τίτλων, η οποία πραγματοποιείται από εταιρείες διαχείρισης κεφαλαίων. Η ανάλυση συγκρίνει τις διάφορες παραμέτρους της αμοιβής για την τοποθέτηση των ομολογιακών κρατικών τίτλων με εκείνες των BFP και καταλήγει ότι τα εν λόγω επίπεδα υπόκεινται στους συνήθεις όρους της αγοράς για τέτοιου είδους συγκρίσιμα προϊόντα ⁽³¹⁾.

⁽²⁹⁾ Ως «*plain vanilla*» νοείται συνήθως «η πιο βασική ή τυπική μορφή ενός χρηματοοικονομικού τίτλου, συνήθως δικαιώματα προαίρεσως, ομόλογα, προθεσμιακοί χρηματιστηριακοί τίτλοι και *swaps*».

Πηγή: www.investopedia.com, σύμφωνα με την υπόδειξη του ανεξάρτητου εμπειρογνώμονα της Επιτροπής.

⁽³⁰⁾ Αν και στην Ιταλία χρησιμοποιείται ο γενικός όρος «εταιρικά ομόλογα (*corporate*)», το δείγμα αναφοράς που χρησιμοποιείται στην ανάλυση αποτελείται από διάφορα ομόλογα, το κύριο μέρος των οποίων είναι τραπεζικοί τίτλοι (βλέπε σ. 7 της επιστολής της 22ας Ιουνίου 2007 των Ιταλικών αρχών). Επομένως, ο ορισμός του «*corporate*» διευρύνθηκε αφού δεν αναφέρεται αποκλειστικά σε ομόλογα που εκδίδονται από βιομηχανικές εταιρείες υπό τη στενή έννοια, αλλά και από τράπεζες.

⁽³¹⁾ Προκειμένου να γίνει αυτή η προσομοίωση, ελήφθη υπόψη η προμήθεια τοποθέτησης και η αναδρομική προμήθεια διαχείρισης, η οποία λαμβάνεται ετησίως, πολλαπλασιασμένης με την υποθετική περίοδο κράτησης των κεφαλαίων, η οποία ισούται με τη μέση διάρκεια των BFP. Για τους ομολογιακούς κρατικούς τίτλους η προμήθεια εγγραφής είναι από 0,70 % ως 2,20 % και η προμήθεια διαχείρισης από 0,80 % ως 1,05 %, παρά το ότι δεν υπολογίζεται σε ένα ποσοστό των κεφαλαίων προμήθεια εγγραφής.

- Για τα 18μηνα BFP δεν είναι δυνατόν να εντοπιστούν προϊόντα με παρόμοια χαρακτηριστικά και η ανάλυση καταλήγει στην προμήθεια δομημένων ομολογιακών δανείων με μικρότερη διάρκεια και ίσο ή μεγαλύτερο βαθμό απόδοσης από A- της Standard&Poor's ή/και A3 της Moody's, εικάζοντας γραμμική κατανομή της προμήθειας τοποθέτησης.
- Η ανάλυση δεν θεωρεί ότι τα ομόλογα δημοσίου είναι προϊόντα συγκρίσιμα με τα BFP, καθώς χαρακτηρίζονται από μία δομή («plain vanilla») σημαντικά διαφορετική σε σχέση με τη δομή των BFP, τα οποία είναι πιο περίπλοκα χρηματοπιστωτικά προϊόντα (βλέπε αιτιολογική σκέψη 37).
- Τα επίπεδα της αγοράς και τα επίπεδα προμήθειας που πρέπει να ισχύουν για τα CDP/PI βάσει δείγματος αναφοράς ομολογιακών δανείων παρουσιάζονται στον πίνακα 6.

Πίνακας 6

Επίπεδα προμήθειας αγοράς για το δείγμα αναφοράς εταιρικών δομημένων ομολόγων για την περίοδο 2006-2008 και επίπεδα που θα ισχύσουν για τη σύμβαση CDP/PI, σε %

Τύπος BFP		Συγκριτική αξιολόγηση		Αμοιβή της PI
		Ελάχιστη	Μέγιστη	
Κανονικά BFP	Αμοιβή για τοποθετημένα ποσά	1,35	3,05	[...] ⁽³²⁾
BFP με τιμαριθμική ρήτρα	Αμοιβή για τοποθετημένα ποσά	1,80	3,45	[...] ⁽³³⁾
BFP 18 μηνών	Αμοιβή για τοποθετημένα ποσά	0,48	1,25	[...]

⁽³²⁾ [...]
⁽³³⁾ [...]

- (76) Σύμφωνα με τον πίνακα, η συγκριτική ανάλυση, αφού πρώτα εξετάσει ένα δείγμα συγκρίσιμων τίτλων, συμπεραίνει ότι τα BFP χαρακτηρίζονται από ένα επίπεδο προμήθειας εντός μιας κλίμακας το οποίο δεν ξεπερνά το αντίστοιχο ποσοστό των συγκρίσιμων προϊόντων.
- (77) Η ανάλυση αναφέρει επίσης ότι, σε περίπτωση μη επίτευξης του στόχου της καθαρής συγκέντρωσης BFP, η αμοιβή των PI μπορεί να μειωθεί. Καθώς, σε αντίθεση με τα ομόλογα, τα BFP εξοφλούνται επί την εμφανίσει, τα PI πρέπει να κάνουν προσεκτική διαχείριση, για να επιτευχθούν όλοι οι προκαθορισμένοι στόχοι.
- (78) Σχετικά με τη δραστηριότητα της διαχείρισης των BFP σε άυλη μορφή, η ανάλυση προτείνει ως βάση σύγκρισης για τα επίπεδα προμήθειας τις τιμές που εφαρμόζει η *Monte Titoli SpA* στους ενδιάμεσους φορείς για τις υπηρεσίες συγκεντρωμένης διαχείρισης και παρατηρεί ότι το μέρος αυτό της αμοιβής συμφωνεί με την αγορά (καθώς εντάσσεται σε μια κλίμακα τιμών, ανάλογα με το απόθεμα των BFP σε άυλη μορφή, από 0,0023 % και 0,0020 %). Όσον αφορά τα BFP σε έντυπη μορφή, δεν στάθηκε δυνατό να γίνουν συγκριτικές αναλύσεις στην τραπεζική αγορά της Ιταλίας, καθώς αυτός ο τύπος BFP είναι ο μοναδικός που κυκλοφορεί ακόμη υπό έντυπη μορφή.

Παρατηρήσεις της Ιταλίας μετά από την κίνηση της διαδικασίας επίσημης έρευνας

- (79) Με επιστολές του στις 2 Φεβρουαρίου 2007, 18 Απριλίου 2007, 22 Ιουνίου 2007, 11 Μαρτίου 2008, 13 Μαΐου 2008 και 17 Ιουνίου 2008, το ιταλικό κράτος υπέβαλε τις παρακάτω παρατηρήσεις.
- (80) Το ιταλικό κράτος υποστηρίζει ότι η προμήθεια τοποθέτησης που έλαβαν τα PI από το 2000 είναι σύμφωνη με τα κριτήρια της αγοράς και επιπλέον νοείται ως μέγιστη προμήθεια, καταβλητέα μόνο σε περίπτωση που επιτευχθούν οι στόχοι της ακαθάριστης συγκέντρωσης των BFP. Επομένως, η αμοιβή των PI δεν μπορεί να συγκριθεί εύκολα με την αμοιβή που έλαβαν άλλοι μεσίτες παρόμοιων προϊόντων.

- (81) Το ιταλικό κράτος υπενθυμίζει τα συμπεράσματα από τη συγκριτική ανάλυση, όσον αφορά τον εντοπισμό συγκρίσιμων προϊόντων και των αντίστοιχων αμοιβών.
- (82) Όσον αφορά τη δομή της προμήθειας για τα βιβλιάρια του ταχυδρομικού ταμειυτηρίου — την οποία η απόφαση της 22ας Νοεμβρίου 2006 έκρινε σύμφωνη με την αγορά — προκύπτει ότι η προμήθεια για τα BFP είναι μικρότερη. Πράγματι, αν κατανεμηθεί η προμήθεια των BFP στη μέση διάρκεια ζωής του τίτλου αυτού (γύρω στα [7-10] έτη), σε ποσοστό προκύπτει ετήσια προμήθεια της τάξης του [...] % περίπου, η οποία έτσι είναι μικρότερη από την ετήσια αμοιβή των βιβλιαρίων ταχυδρομικού ταμειυτηρίου, που ισούται με 0,90 %. Παρ' όλα αυτά, είναι αλήθεια ότι τα BFP και τα βιβλιάρια ταχυδρομικού ταμειυτηρίου είναι διαφορετικά προϊόντα: ενώ τα βιβλιάρια ταχυδρομικού ταμειυτηρίου αποτελούν βραχυπρόθεσμο μέσο συγκέντρωσης, τα BFP είναι αξιόγραφα μέσης/μακράς διάρκειας και παρουσιάζουν μεγαλύτερη περιπλοκότητα και διάρθρωση.
- (83) Το ιταλικό κράτος επισημαίνει ότι τα χρηματοπιστωτικά προϊόντα σε έντυπη μορφή είναι εξαιρετικά σπάνια στην αγορά και ότι τα έντυπα BFP μπορούν να θεωρηθούν συγκρίσιμα με τα πιστοποιητικά καταθέσεων προθεσμίας που εκδίδουν τα πιστωτικά ιδρύματα. Για αυτά τα τελευταία, ο ενδιαφερόμενος χρεώνεται με εφάπαξ προμήθεια ελάχιστου ύψους 4,50 ευρώ και μέγιστου ύψους 9,30 ευρώ ανά τίτλο, ανεξάρτητα από την ονομαστική αξία και τη διάρκειά του. Λαμβάνοντας υπόψη ότι η μέση διάρκεια ζωής των πιστοποιητικών καταθέσεων προθεσμίας είναι 24 μήνες, το ιταλικό κράτος επισημαίνει ότι τα πιστωτικά ιδρύματα χρεώνουν ετήσια προμήθεια για κάθε πιστοποιητικό από 2,25 ευρώ έως 4,65 ευρώ. Έστω ότι η μέση ονομαστική αξία των BFP είναι περίπου 2 000 ευρώ και ότι στο ποσό αυτό εφαρμόζεται το αναγνωρισμένο ποσοστό αμοιβής των PI (0,11 %), προκύπτει ετήσια προμήθεια ανά έντυπο τίτλο της τάξης των 2,20 ευρώ περίπου, η οποία είναι συγκρίσιμη με την προμήθεια των πιστοποιητικών καταθέσεων προθεσμίας.
- (84) Σχετικά με την αμοιβή για την παραγωγή έντυπων αποταμειυτικών ομολόγων, μια συγκρίσιμη έντυπη μορφή είναι το έντυπο πιστοποιητικό που αντιστοιχεί στα μερίδια των αμοιβαίων κεφαλαίων, το κόστος των οποίων είναι κατά μέσο όρο από 10 ως 20 ευρώ ανά πιστοποιητικό. Έτσι, η αναγνωρισμένη αμοιβή για τα PI, η οποία ισούται με περίπου 1,70 ευρώ ανά τίτλο, μπορεί να θεωρηθεί λογική.
- (85) Όσον αφορά το περιθώριο κέρδους για τις υπηρεσίες τοποθέτησης των BFP, το ιταλικό κράτος υπογραμμίζει ότι τα BFP αποτελούν μέρος της επενδυτικής προσφοράς στο πλαίσιο της μεγαλύτερης αύξησης της προσφοράς εμπορικών χρηματοοικονομικών υπηρεσιών στην πελατεία των PI, με στόχο την καταλληλότερη κατανομή των στοιχείων ενεργητικού. Το περιθώριο κέρδους για τις υπηρεσίες της Bancoposta (το οποίο ανήλθε σε [...] το 2005) είναι κατά πολύ μικρότερο από το περιθώριο κέρδους του συνόλου των αντίστοιχων υπηρεσιών που παρέχονται από το τραπεζικό σύστημα (το οποίο φθάνει το 35 %).
- (86) Όσον αφορά τη διάκριση σε ξεχωριστά στοιχεία της αμοιβής για τα συγκρίσιμα προϊόντα, το ιταλικό κράτος δηλώνει ότι η διαφοροποίηση αυτή δεν είναι ουσιώδης για την απόδειξη της ύπαρξης ή της απουσίας οικονομικού πλεονεκτήματος υπέρ των PI, αλλά ότι αρκεί η σύγκριση μεταξύ της συνολικής αμοιβής για τα BFP και εκείνης για συγκρίσιμα προϊόντα.
- (87) Σχετικά με την τήρηση της αρχής του επενδυτή σε οικονομία της αγοράς, το ιταλικό κράτος δηλώνει ότι οι ιδιαίτερες διατάξεις του υπολογισμού της αμοιβής καταρτίστηκαν σύμφωνα με την οικονομική λογική στην οποία βασίζονται οι αποφάσεις της αγοράς. Έτσι, παρόλο που δεν υπάρχουν μελέτες πριν από το 2000, η αμοιβή βασίζεται στις ίδιες οικονομικές αρχές, όπως επιβεβαίωσε στη συνέχεια η ανάλυση της συγκριτικής αξιολόγησης (δείτε πίνακες 4 και 5).
- (88) Σύμφωνα με τις ιταλικές αρχές, τα PI τηρούν ξεχωριστή λογιστική για το σύνολο των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών λιανικής που διαθέτει, και δεν κάνει διακρίσεις, όσον αφορά τα λογιστικά, μεταξύ των διάφορων χρηματοπιστωτικών προϊόντων. Η πράξη της σύγκρισης των εσόδων/εξόδων ανά μεμονωμένο προϊόν, συμπεριλαμβανομένων των BFP, αποσκοπεί αποκλειστικά στην ανάλυση της διαχείρισης και παρουσιάζει υψηλή προσέγγιση. Βάσει αυτής της ανάλυσης, τα BFP είναι προϊόντα των οποίων η διαχείριση είναι ακριβότερη σε σχέση με άλλα, όπως οι τρεχούμενοι λογαριασμοί. Έτσι, για το έτος 2005, το ιταλικό κράτος εντόπισε στη συνολική αποδοτικότητα [...] % ⁽³⁴⁾ του καλύτερου δείκτη που αναφέρεται στα οικονομικά/χρηματοπιστωτικά στοιχεία των BFP.

⁽³⁴⁾ Σύμφωνα με το λογιστικό διαχωρισμό των PI και σε σχέση με τις μέσες τιμές των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, ο δείκτης αποδοτικότητας για το 2005 ισούται με [...] %. Λαμβάνοντας υπόψη τη μεγαλύτερη επιβάρυνση των BFP σε επίπεδο διαχείρισης, το ιταλικό κράτος υποδεικνύει το ποσοστό [...] % ως λογικό δείκτη αποδοτικότητας των BFP.

- (89) Η Τράπεζα της Ιταλίας επιβεβαιώνει ότι τα BFP είναι δομημένοι χρηματοπιστωτικοί τίτλοι, για τους παρακάτω λόγους: πρόκειται για τίτλους με ομολογιακή φύση ή, πάντως για χρεωστικούς τίτλους, πρόκειται για παράγωγα προϊόντα, εφόσον συμπεριλαμβάνουν μια σύμβαση παραγωγών προϊόντων προαιρετικού τύπου και αυτά τα δύο στοιχεία, δηλαδή ο ομολογιακός και ο παράγωγος χαρακτήρας τους, αποτελούν αναπόσπαστο μέρος των εν λόγω τίτλων.

Σχόλια του ιταλικού κράτους έναντι των παρατηρήσεων της ABI

- (90) Το ιταλικό κράτος δεν συμμερίζεται τα επιχειρήματα που παρουσίασε η ABI αναφορικά με τον εντοπισμό προϊόντων συγκρίσιμων με τα BFP.
- (91) Το ιταλικό κράτος επισημαίνει ότι, την προκειμένη στιγμή, η διαφορά στην τιμολόγηση μεταξύ των διάφορων εκδοτών — κρατικών (κρατών ή υπερεθνικών οργανισμών), χρηματοπιστωτικών, τραπεζικών και εταιρικών φορέων (βιομηχανικών υπό τη στενή έννοια) —, με ίσο βαθμό απόδοσης, ανέρχεται σε επίπεδο της τάξης των εκατοστών της μονάδας (η διαφορά του κόστους χρηματοδότησης μεταξύ των δύο ακραίων σημείων της κλίμακας τιμών (κρατικών και εταιρικών) ισούται με περίπου 5/6 βασικής μονάδας σε περιπτώσεις όπου η διαφορά μεταξύ χρηματοπιστωτικών και εταιρικών φορέων υπολογίζεται σε 2/3 βασικής μονάδας). Με άλλα λόγια, μεταξύ εκδοτών με τον ίδιο βαθμό απόδοσης, ο τύπος εκδότη (κράτος, χρηματοοικονομικός φορέας, πιστωτικό ίδρυμα κ.λπ.) δεν είναι σημαντικός ούτε και ακυρώνει τα συμπεράσματα της ανάλυσης που παρουσίασε το ιταλικό κράτος. Σε αντίθεση με όσα υποστηρίζει η ABI, η ανάλυση της συγκριτικής μελέτης λαμβάνει υπόψη μια διευρυμένη έννοια του εταιρικού φορέα, καθώς δεν αναφέρεται αποκλειστικά σε ομόλογα που εκδίδουν οι βιομηχανικές, αλλά και οι χρηματοπιστωτικές εταιρείες. Επίσης, ο μέσος βαθμός απόδοσης των ομολόγων του συνόλου αναφοράς της ανάλυσης είναι AA-, ανώτερος τόσο από το βαθμό απόδοσης του CDP (A+) που εκδίδει τα BFP όσο και από το βαθμό απόδοσης της Ιταλικής Δημοκρατίας (A+), που είναι εγγυητής των BFP.
- (92) Επιπλέον, το ιταλικό κράτος αναφέρει ότι, για την τοποθέτηση των δομημένων ομολόγων που εκδίδουν οι ιταλικές τράπεζες, τα PI/Bancorosta εισέπραξαν μέση προμήθεια 2,9 %, σύμφωνα με την προμήθεια τοποθέτησης των BFP.
- (93) Το ιταλικό κράτος αμφισβητεί τη σύγκριση των BFP με τους τίτλους του δημοσίου, για τους παρακάτω λόγους:
- ο τύπος τοποθέτησης είναι διαφορετικός (μηχανισμός μειοδοτικού διαγωνισμού για τους τίτλους του δημοσίου και ελεύθερη έκδοση για τα BFP),
 - ο βαθμός περιπλοκότητας είναι διαφορετικός,
 - για την τοποθέτηση των τίτλων του δημοσίου οι προμήθειες εισπράττονται ανεξαρτήτως του ποσού της τοποθέτησης, σε αντίθεση με τη διαδικασία των BFP, η οποία περιλαμβάνει έντονη δραστηριότητα προγραμματισμού και διαχείρισης εκ μέρους του δικτύου των PI, με στόχο την επίτευξη καθορισμένων στόχων συγκέντρωσης. Ιδιαίτερα σημαντική είναι η προσπάθεια διαχείρισης και διοργάνωσης και η πιστότητα της πελατείας, καθώς υπάρχει το ενδεχόμενο οι επενδυτές να αποσύρουν ανά πάσα στιγμή το ποσό της επένδυσής τους.
- (94) Γι' αυτούς τους λόγους, τα BFP δεν είναι συγκρίσιμα με τα ομόλογα του δημοσίου, αλλά μπορούν να συγκριθούν μάλλον με τα αμοιβαία κεφάλαια όσον αφορά τις λεπτομέρειες τοποθέτησης και διαχείρισης.
- (95) Όσο για το ότι, διά νόμου, το κόστος της συγκέντρωσης των έντοκων ταχυδρομικών γραμματιών πρέπει να ευθυγραμμιστεί με το κόστος της χρέωσης του Δημοσίου στην αγορά, το ιταλικό κράτος διευκρινίζει ότι οι ακαθάριστες ετήσιες αποδόσεις των BFP είναι χαμηλότερες από εκείνες των ομολόγων δημοσίου (κατά περίπου 180 βασικές μονάδες για τα αξιόγραφα που παρουσιάζονται χάριν απλούστευσης, με διάρκεια ισχύος 8, 10 και 20 έτη). Η διαφορά αυτή, σύμφωνα με το ιταλικό κράτος, οφείλεται στην ύπαρξη σιωπηρού δικαιώματος πώλησης αμερικανικού τύπου. Αν κατόπιν προστεθούν οι προμήθειες διανομής, οι δαπάνες για το δημόσιο προκύπτουν ευθυγραμμισμένες.

- (96) Το ιταλικό κράτος επισημαίνει ότι η ABI δεν λαμβάνει υπόψη την ύπαρξη σιωπηρού δικαιώματος προαίρεσης ισοτιμίας στα BFP, ούτε και επισημαίνει τα αμοιβαία κεφάλαια μεταξύ των συγκρίσιμων τίτλων. Σύμφωνα με τις ιταλικές αρχές, τα BFP αντιστοιχούν στον ορισμό των δομημένων ομολόγων που έδωσε η Τράπεζα της Ιταλίας.
- (97) Το ιταλικό κράτος υποστηρίζει ότι η προμήθεια τοποθέτησης των BFP καταβάλλεται και για την πολύπλοκη δραστηριότητα των PI, η οποία αποσκοπεί στην επίτευξη διαφόρων στόχων μεικτής και καθαρής συγκέντρωσης τίτλων, τόσο στο επίπεδο ολόκληρου του ταχυδρομικού ταμειυτηρίου όσο και στο επίπεδο των μεμονωμένων προϊόντων. Η προμήθεια αυτή περιλαμβάνει επίσης την αμοιβή των PI για τη δραστηριότητα διαχείρισης του πελάτη, η οποία έπεται της τοποθέτησης και για όλη τη διάρκεια ισχύος του BFP (ειδικά λόγω της δυνατότητας εξαγοράς επί την εμφανίσει και της απουσίας δευτερογενούς αγοράς για τα BFP).
- (98) Επίσης, το ιταλικό κράτος αμφισβητεί τη δήλωση της ABI, σχετικά με τα έσοδα από προμήθειες για την τοποθέτηση ομολόγων συνδεδεμένων με κάποιον δείκτη, τα οποία είναι από 1 % και 2,5 %: η μέση προμήθεια διανομής που λαμβάνουν τα PI για την τοποθέτηση των δομημένων ομολόγων που εκδίδονται από ξένες και ιταλικές τράπεζες ισούται με 3,05 % ⁽³⁵⁾ και για την τοποθέτηση ομολόγων ιταλικών τραπεζών ισούται με 2,9 % ⁽³⁶⁾ (για παράδειγμα, για την τοποθέτηση δομημένων ομολόγων που εκδίδονται από την *Capitalia SpA*, τα PI εισέπραξαν προμήθεια 3,212 % ⁽³⁷⁾ της αναγραφόμενης ονομαστικής αξίας).
- (99) Το ιταλικό κράτος συμπεραίνει ότι η ανάλυση της ABI είναι γενική και ότι δεν λαμβάνει υπόψη τις ιδιαιτερότητες της τοποθέτησης των BFP σε σχέση με τα λοιπά ομόλογα.

VII. ΜΕΛΕΤΗ ΤΟΥ ΕΜΠΕΙΡΟΓΝΩΜΟΝΑ

- (100) Κατά τις μελέτες που ανέθεσαν τα PI και η ABI ακολουθήθηκαν παρόμοιες μέθοδοι, αλλά τα αποτελέσματά τους δεν είναι εύκολο να συμβιβαστούν. Συγκεκριμένα, καμία από τις δύο μελέτες δεν εντόπισε απόλυτα συγκρίσιμα προϊόντα και αμφότερες, κατά την επιλογή παρόμοιων προϊόντων, έδειξαν ότι επιδρούν διαφορετικοί παράγοντες επί των προμηθειών τοποθέτησης.
- (101) Η Επιτροπή έτσι ανέθεσε σε έναν ανεξάρτητο εμπειρογνώμονα την εκπόνηση «μελέτης της αμοιβής για την τοποθέτηση έντοκων ταχυδρομικών γραμματίων».

Μεθοδολογία που χρησιμοποίησε ο εμπειρογνώμονας για να εντοπίσει τα συγκρίσιμα προϊόντα

- (102) Μια βασική διαπίστωση της μελέτης του εμπειρογνώμονα είναι ότι η ιταλική αγορά τίτλων υποδιαιρείται i) σε ένα πρώτο επίπεδο, στο οποίο οι εκδότες απευθύνονται στους θεσμικούς επενδυτές, οι αποδόσεις είναι στο συνηθισμένο επίπεδο, λαμβάνοντας υπόψη τον κίνδυνο μη εκπλήρωσης των υποχρεώσεων και τη μείωση των αποδόσεων σε ευρώ, η τοποθέτηση παραχωρείται στις μεγάλες τράπεζες επενδύσεων (ή πραγματοποιείται μέσω του μηχανισμού ανταγωνιστικών πλειστηριασμών όπως για το σημαντικότερο μέρος ιταλικών έντοκων γραμματίων του δημοσίου) και οι προμήθειες τοποθέτησης είναι σχετικά μειωμένες, ii) σε ένα δεύτερο επίπεδο, όπου η διάθεση παραχωρείται σε δίκτυα λιανικής, τα οποία απευθύνονται σε μεμονωμένους αποταμιευτές, οι εκδότες μπορούν να επιτύχουν καλύτερους όρους δανεισμού σε σχέση με το πρώτο επίπεδο και οι προμήθειες τοποθέτησης είναι εμφανώς μεγαλύτερες. Η κατάσταση αυτή έχει άμεσες συνέπειες επί του επιπέδου των προμηθειών τοποθέτησης που είναι ενσωματωμένες στα χρηματοπιστωτικά προϊόντα: όποιος κι αν είναι ο συνδυασμός των χαρακτηριστικών των χρηματοπιστωτικών προϊόντων, θα έχει επίπτωση επί των προμηθειών τοποθέτησης και απλά και μόνο το γεγονός ότι τα χρηματοπιστωτικά προϊόντα διατίθενται στο δεύτερο επίπεδο της αγοράς προκαλεί αύξηση των προμηθειών.
- (103) Ο εμπειρογνώμων υποστηρίζει ότι οι προμήθειες τοποθέτησης για τα χρηματοπιστωτικά προϊόντα πρέπει να αποτελούν συνάρτηση της προσπάθειας που απαιτείται από το δίκτυο διανομής για την τοποθέτησή τους. Η μελέτη εντοπίζει στη συνέχεια τα προϊόντα που παρουσιάζουν περισσότερες ομοιότητες με τα BFP, χρησιμοποιώντας τα σημαντικότερα χαρακτηριστικά των σχετικών χρηματοπιστωτικών προϊόντων: τον κίνδυνο, τη ρευστότητα, τη συμβατική περιπλοκότητα ⁽³⁸⁾, την αναγνωρισιμότητα και τη νομική κατάσταση του εκδότη, τη διάρκεια ισχύος, το ύψος της έκδοσης, τη δομή της προσφοράς, την ελάχιστη απαιτούμενη επένδυση και τη δίαυλο τοποθέτησης (θεσμική/λιανική), αντιστοιχίζοντας στα χαρακτηριστικά αυτά το βαθμό απόδοσης.

⁽³⁵⁾ Η μέση προμήθεια υπολογίστηκε, για την περίοδο Νοέμβριος 1999 — Δεκέμβριος 2007, επί συνολικού όγκου 33 δισεκατ. ευρώ.

⁽³⁶⁾ Η μέση προμήθεια υπολογίστηκε, για την προαναφερθείσα περίοδο, επί συνολικού όγκου 22 δισεκατ. ευρώ.

⁽³⁷⁾ Η αξία της έκδοσης είναι 971,2 εκατ. ευρώ.

⁽³⁸⁾ «Plain vanilla» σε σχέση με δομημένους τίτλους.

(104) Οι βαθμοί απόδοσης που αντιστοιχίζονται με κάθε χαρακτηριστικό έκαστου χρηματοπιστωτικού προϊόντος συγκρίνονται κατόπιν με τους βαθμούς κάθε κατηγορίας BFP.

Πίνακας 7

Χρηματοπιστωτικά προϊόντα και παράγοντες που επιδρούν επί των προμηθειών τοποθέτησης

Προϊόν	Κίνδυνος	Ρευστότητα	Περιπλοκότητα	Αναγνωρισμο- τητα εκδότη	Διάρκεια ισχύος	Θεσμική ή λιανική τοποθέτηση	Δομή προσφοράς	Ελάχιστη απαίτηση επένδυσης σε ευρώ
ΟΔ	χαμηλός	υψηλή	χαμηλή	υψηλή	σύντομη	θεσμική	διαγωνι- σμός	1 000
ΠΟΔ	χαμηλός έως μεσαίος	υψηλή	χαμηλή	υψηλή	μεσαία έως μακρά	θεσμική	διαγωνι- σμός	1 000
ΠΤΔ ⁽³⁹⁾	χαμηλός	υψηλή	χαμηλή	υψηλή	μεσαία	θεσμική	διαγωνι- σμός	1 000
Καταθέσεις ταμειευτηρίου	χαμηλός	υψηλή	χαμηλή	υψηλή	σύντομη	λιανικής	ελεύθερη έκδοση	καμία
Δεσμευμένες καταθέσεις	χαμηλός	χαμηλή	χαμηλή	υψηλή	σύντομη έως μεσαία	λιανικής	ελεύθερη έκδοση	καμία
Πιστοποιητικά καταθέσεων (ΠΚ)	χαμηλός	χαμηλή	χαμηλή	υψηλή	σύντομη έως μεσαία	λιανικής	ελεύθερη έκδοση	>/=50
Εισηγμένα τραπεζικά ομόλογα <i>plain vanilla</i>	χαμηλός έως μεσαίος	μεσαία	χαμηλή	υψηλή	μεσαία	λιανικής	δημόσια προσφορά	>/=1 000
Μη εισηγμένα τραπεζικά ομόλογα <i>plain vanilla</i>	χαμηλός έως μεσαίος	χαμηλή	χαμηλή	υψηλή	μεσαία	λιανικής	δημόσια προσφορά	>/=1 000
Εισηγμένα δομημένα τραπεζικά ομόλογα	υψηλός	μεσαία	υψηλή	υψηλή	μεσαία	λιανικής	δημόσια προσφορά	>/=1 000
Μη εισηγμένα δομημένα τραπεζικά ομό- λογα	υψηλός	χαμηλή	υψηλή	υψηλή	μεσαία	λιανικής	δημόσια προσφορά	>/=1 000
Εταιρικοί τίτλοι	μεσαίος έως υψηλός	χαμηλή έως μεσαία	χαμηλή	χαμηλή έως υψηλή	μεσαία	θεσμική	δημόσια προσφορά	>/=1 000
Νομισματικά αμοιβαία κεφάλαια επενδύ- σεων	χαμηλός	υψηλή	μεσαία	μεσαία	δεν ισχύει	λιανικής	ελεύθερη έκδοση	>/=100
Ομολογιακοί τίτλοι	μεσαίος	υψηλή	μεσαία	μεσαία	δεν ισχύει	λιανικής	ελεύθερη έκδοση	>/=100
Τίτλοι μετοχικού κεφαλαίου	υψηλός	υψηλή	μεσαία	μεσαία	δεν ισχύει	λιανικής	ελεύθερη έκδοση	>/=100
Διατιμημένοι τίτλοι	υψηλός	μεσαία έως υψηλή	χαμηλή	χαμηλή έως υψηλή	δεν ισχύει	θεσμική	δημόσια προσφορά	>/=1 000
Κανονικά BFP	χαμηλός	μεσαία	χαμηλή	υψηλή	μακρά	λιανικής	ελεύθερη έκδοση	>/=50
Προθεσμικά BFP	χαμηλός	μεσαία	χαμηλή	υψηλή	μεσαία	λιανικής	ελεύθερη έκδοση	>/=50
Αναπροσαρμοσμένα προθεσμικά ΤΑΟ	υψηλός	μεσαία	υψηλή	υψηλή	μεσαία	λιανικής	ελεύθερη έκδοση	>/=250
BFP που αναπροσαρμόζονται βάσει πληθωρισμού	μεσαίος	μεσαία	υψηλή	υψηλή	μεσαία	λιανικής	ελεύθερη έκδοση	>/=250
BFP 18 μηνών	χαμηλός	μεσαία	χαμηλή	υψηλή	σύντομη	λιανικής	ελεύθερη έκδοση	>/=50

⁽³⁹⁾ Τα CCT (έντοκα γραμμάτια του δημοσίου) είναι ομόλογα του δημοσίου 7ετούς διάρκειας με κυμαινόμενο επιτόκιο.

- (105) Η διάυλος τοποθέτησης (θεσμική ή λιανική) είναι βασικό στοιχείο για τον εντοπισμό των συγκρίσιμων προϊόντων. Τα BFP μπορούν να συγκριθούν περισσότερο με τα χρηματοπιστωτικά προϊόντα λιανικής, καθώς γενικά διατίθενται στα νοικοκυριά. Πράγματι, τα νοικοκυριά κατέχουν σχεδόν ολόκληρο το υπάρχον απόθεμα BFP (σχεδόν 99 %), ενώ οι θεσμικοί επενδυτές γενικά δεν αγοράζουν τέτοια προϊόντα. Πρόκειται επίσης για το κύριο χαρακτηριστικό, το οποίο καθιστά τους τίτλους δημοσίου (BOT, BTP και CCT) μη συγκρίσιμους με τα BFP.
- (106) Σύμφωνα με τη μελέτη του εμπειρογνώμονα, τα τραπεζικά ομόλογα είναι το προϊόν που μοιάζει κυρίως με τα BFP (τραπεζικά ομόλογα «*plain vanilla*» σε σχέση με τα κανονικά BFP και προθεσμιακά ομόλογα και ομόλογα με τιμαριθμική ρήτρα, σε σχέση με τα BFP με τιμαριθμική ρήτρα — βλέπε πίνακα 14). Τα αμοιβαία κεφάλαια επενδύσεων θεωρούνται το δεύτερο κυριότερο συγκρίσιμο προϊόν⁽⁴⁰⁾. Αμφότερα τα προϊόντα υπάρχουν μόνο σε άυλη μορφή⁽⁴¹⁾.
- (107) Εν προκειμένω, η Επιτροπή επισημαίνει από τώρα ότι, παρά το ότι πρέπει να εκτιμηθεί η προμήθεια τόσο για τα έντυπα όσο και για τα άυλα BFP, άλλα χαρακτηριστικά (μέση διάρκεια ισχύος, απόδοση κατά την εκπνοή, και τα άλλα, που συνδέονται με τα PI ως διαθέσιμα) είναι ίδια και για τις δύο μορφές BFP.

Μέθοδος που ακολούθησε ο εμπειρογνώμων για να υπολογίσει τις προμήθειες της αγοράς για παρόμοια προϊόντα

- (108) Προκειμένου να κάνει τη σύγκριση που απαιτείται για τον καθορισμό της προμήθειας για την τοποθέτηση των BFP, ο εμπειρογνώμων δημιούργησε ένα σύνολο στοιχείων για τα ομόλογα και τα αμοιβαία κεφάλαια επενδύσεων βάσει i) μιας σημαντικής ποσοτικής μελέτης των ενημερωτικών δελτίων για τα τραπεζικά ομόλογα που είναι εισηγμένα στην TLX⁽⁴²⁾, δεύτερη ρυθμισμένη αγορά τίτλων (μετά από το Ιταλικό Χρηματιστήριο) και ii) διαδικτυακών τόπων των σημαντικότερων ιταλικών τραπεζών, από τους οποίους είναι συνήθως δυνατό να τηλεφορτώσει κανείς τις δηλώσεις σχετικά με τις εκδόσεις ομολόγων. Το σύνολο δεδομένων αποτελείται από 511 εκδόσεις ομολόγων, οι οποίες τοποθετήθηκαν στην ιταλική αγορά από το 2002 ως το 2008 (εκ των οποίων οι 162 εκδόθηκαν πριν από το 2006). Η ετήσια κατανομή (σε σχέση με το σύνολο των εκδόσεων) των τελευταίων εκδόσεων είναι η παρακάτω: 18 % το 2006, 15 % το 2005, 9 % το 2004, 3 % το 2003 και 0,2 % το 2002.
- (109) Ο εμπειρογνώμων πραγματοποίησε επιπλέον αναλύσεις επωφελούμενος από αναλυτικές στατιστικές ανά συγκρίσιμο προϊόν. Έτσι, για τα ομόλογα «*plain vanilla*» που εκδίδουν οι τράπεζες (ως τα πιο κοντινά συγκρίσιμα προϊόντα με τα κανονικά και τα προθεσμιακά BFP), υποστήριξε ότι οι περιγραφικές στατιστικές δεν ήταν αρκετές για να γίνουν επαρκώς κατανοητοί οι παράγοντες που καθορίζουν τις προμήθειες τοποθέτησης, οι οποίοι πρέπει να χρησιμοποιηθούν για να αξιολογηθεί η καταλληλότητα της αμοιβής για την τοποθέτηση των BFP σε σχέση με την αγορά. Ειδικότερα, τα τραπεζικά ομόλογα δεν είναι ομοιογενή από κάθε σχετική πτυχή και μπορούν να μην είναι ομοιογενή αναφορικά με τον μοναδικό τύπο των BFP, ο οποίος θα έπρεπε να αποτελέσει σημείο σύγκρισης. Οι στατιστικές δοκιμές πρέπει όμως να χρησιμοποιηθούν με λογικό τρόπο, προκειμένου να πιστοποιηθεί, εντός μιας ομάδας παρόμοιων τίτλων, ποια είναι τα πραγματικά συναφή χαρακτηριστικά για τον υπολογισμό των προμηθειών τοποθέτησης. Με αυτό το στόχο, ο εμπειρογνώμονας ανέτρεξε στον κατάλογο συναφών παραγόντων που επιδρούν επί των προμηθειών τοποθέτησης (βλέπε παράγραφος 103-104). Η επίδραση αυτών των ανεξάρτητων μεταβλητών επί των προμηθειών τοποθέτησης για προϊόντα όπως τα BFP υπολογίζεται μέσω ανάλυσης παλινδρόμησης.
- (110) Η χρονική επέκταση του δείγματος των τραπεζικών ομολόγων δεν επιτρέπει την εξαγωγή συμπερασμάτων σχετικά με τη συμπεριφορά των προμηθειών τοποθέτησης με την πάροδο του χρόνου για την περίοδο 2000-2003. Για στατιστικούς λόγους, δεν είναι δυνατή η κατασκευή ουσιαστικών χρονικών σειρών⁽⁴³⁾ πέραν της περιόδου 2000-2006. Το δείγμα τραπεζικών ομολόγων μπορεί να επιτρέψει την εξαγωγή συμπερασμάτων μόνο για την περίοδο 2000-2006 γενικά (και όχι σε ετήσια βάση).

⁽⁴⁰⁾ Τα πιστοποιητικά καταθέσεων είναι θεωρητικά το προϊόν που μοιάζει περισσότερο με τα BFP 18 μηνών. Ο εμπειρογνώμονας μπόρεσε όμως να βρει μόνο έναν εκδότη πιστοποιητικών καταθέσεων ο οποίος τοποθετεί τέτοια προϊόντα μέσω άλλων τραπεζικών δικτύων και ο οποίος αποκάλυψε τις καταβληθείσες προμήθειες.

⁽⁴¹⁾ Ο εμπειρογνώμονας δεν μπόρεσε να εντοπίσει, μεταξύ όλων των χρηματοπιστωτικών προϊόντων τα οποία κυκλοφορούν στην Ιταλία κατάλληλα παρόμοια προϊόντα σε έντυπη μορφή.

⁽⁴²⁾ Η TLX SpA διοργανώνει και διαχειρίζεται αγορές για τη διαπραγμάτευση χρηματοοικονομικών τίτλων, οι οποίες ανταποκρίνονται στις επενδυτικές ανάγκες των μη επαγγελματιών επενδυτών.

⁽⁴³⁾ Μια χρονική σειρά είναι μια αλληλουχία τιμών, η οποία γενικά υπολογίζεται βάσει διαδοχικών φάσεων, οι οποίες διακρίνονται σε χρονικά διαστήματα (συνήθως ίσης διάρκειας). Μια χρονική σειρά δεδομένων για συγκρίσιμα προϊόντα θα καθιστούσε δυνατή τη σύγκριση των ετήσιων προμηθειών που ισχύουν για τα BFP με τις ετήσιες προμήθειες που ισχύουν για παρόμοια προϊόντα.

- (111) Είναι, ωστόσο, καθαρά άποψη του εμπειρογνώμονα ότι ένα συμπέρασμα σχετικά με ολόκληρη την περίοδο, βάσει επιτόπιων συνεντεύξεων, αποδεικνύει ότι ο όγκος των προμηθειών τοποθέτησης δεν υπέστη αισθητές διακυμάνσεις από το 2000 και μετά (μάλιστα, μερικές απαντήσεις υποστήριξαν ότι είχε υποστεί μείωση).
- (112) Όσον αφορά τα αμοιβαία κεφάλαια επενδύσεων, δημιουργήθηκε ένα σύνολο δεδομένων από 102 αμοιβαία κεφάλαια⁽⁴⁴⁾ και η μοναδική χρήσιμη ανάλυση που πραγματοποιήθηκε σε σχέση με αυτό το δείγμα παρουσιάστηκε μέσω περιγραφικών στατιστικών⁽⁴⁵⁾. Εντούτοις, στάθηκε δυνατό στην περίπτωση αυτή να δημιουργηθεί μια χρονική σειρά των προμηθειών που σχετίζονται με τα αμοιβαία κεφάλαια επενδύσεων που εισέπραξαν οι μεσίτες.
- (113) Ελήφθη επίσης υπόψη η δομή των αμοιβών για την τοποθέτηση συγκρίσιμων προϊόντων:
- η δομή της αμοιβής για την τοποθέτηση τραπεζικών ομολόγων αποτελείται από ένα *upfront* ποσοστό (για έξοδα νομικής και τεχνικής υποστήριξης) επί του εγγεγραμμένου ποσού,
 - ορισμένα αμοιβαία κεφάλαια επενδύσεων αντισταθμίζουν το δίκτυο τοποθέτησης τόσο με *upfront* προμήθειες όσο και με ετήσιες προμήθειες, ενώ άλλα καταβάλλουν μόνο ετήσιες προμήθειες· προκειμένου να λάβει μια μοναδική μέτρηση των προμηθειών, η οποία να μπορεί να είναι έγκυρη για τους σκοπούς της μελέτης, ο εμπειρογνώμων άθροισε, για κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο επενδύσεων, την ισχύουσα *upfront* προμήθεια με μια εκτιμώμενη *upfront* προμήθεια, η οποία υπολογίστηκε ως η πραγματική τιμή των ετήσιων προμηθειών που εισπράττονται κατά την προβλεπόμενη διάρκεια της επένδυσης του αμοιβαίου κεφαλαίου.

Καθορισμός συγκρίσιμων αριθμών για τις ισχύουσες αμοιβές που εισέπραξε το CDP για την τοποθέτηση των BFP

- (114) Η συνολική αμοιβή που λαμβάνουν τα PI από το CDP βάσει των ετήσιων συμβάσεων 2000-2006 αποτελείται από διάφορα στοιχεία⁽⁴⁶⁾ (βλέπε και τον πίνακα 4):
- α) μια *upfront* προμήθεια επί των εγγραφών BFP, ίση με ένα καθορισμένο ποσοστό επί του εγγεγραμμένου ποσού·
 - β) μια ετήσια προμήθεια επί του υπάρχοντος ποσού BFP, ίση με ένα καθορισμένο ποσοστό της αξίας του υπάρχοντος αποθέματος BFP· η εν λόγω προμήθεια ορίζεται ως η αμοιβή για τη διοικητική-λογιστική διαχείριση των BFP· από το 2003, το ποσοστό αυτό είναι διαφορετικό για τα έντυπα BFP και διαφορετικό για τα άυλα·
 - γ) σε μερικά χρόνια, άλλα καθορισμένα ποσά, ειδικά σε περίπτωση επίτευξης των προκαθορισμένων ποσοτικών ή ποιοτικών στόχων.
- (115) Στις συμβάσεις των ετών 2000-2002, η δομή της αμοιβής είναι αρκετά μεταβλητή. Η συνολική δομή της αμοιβής έγινε σταθερή το 2003, και έτσι από τότε είναι δυνατό να εντοπιστούν τα ίδια στοιχεία της συνολικής αμοιβής, ακόμα κι αν τα στοιχεία για κάθε μεμονωμένο στοιχείο ενδέχεται να διαφέρουν. Εν γένει, δεν είναι εύκολο να συγκριθεί κανένα έτος της περιόδου 2000-2002 με τα άλλα, ούτε και η περίοδος 2000-2002 με την περίοδο 2003-2006.

⁽⁴⁴⁾ Προς τοποθέτηση στα τέλη του 2007.

⁽⁴⁵⁾ Η ανάλυση παλινδρόμησης θα ήταν άνευ σημασίας σε αυτή την περίπτωση, καθώς τα αμοιβαία κεφάλαια επενδύσεων είναι, βάσει συμβατικής συμφωνίας, ομοιογενή σε σχέση με τις μεταβλητές που χρησιμοποιούνται κατά την ανάλυση παλινδρόμησης για τα τραπεζικά ομόλογα.

⁽⁴⁶⁾ Η αμοιβή για την παραγωγή έντυπων αποταμιευτικών ομολόγων δεν συμπεριλαμβάνεται στην ανάλυση σε αυτή τη φάση. Η αμοιβή για την παραγωγή έντυπων αποταμιευτικών ομολόγων, η οποία αποτελεί ένα πολύ ιδιαίτερο χαρακτηριστικό των υπηρεσιών που παρέχουν τα PI, υπολογίζεται ξεχωριστά (βλέπε αιτιολογικές σκέψεις 130-132).

- (116) Για να γίνει η αμοιβή για την τοποθέτηση των BFP συγκρίσιμη με την αμοιβή για παρόμοια χρηματοπιστωτικά προϊόντα, ο εμπειρογνώμονας μετέτρεψε το σύστημα διπλής αμοιβής των BFP σε μια συνολική *upfront* προμήθεια, την οποία εκτίμησε ως ίση, η οποία έγινε άμεσα συγκρίσιμη με την ισχύουσα *upfront* προμήθεια που υπολογίζεται για τα τραπεζικά ομόλογα και για τα αμοιβαία κεφάλαια επενδύσεων. Αυτό το ενιαίο για τα BFP ποσό προκύπτει για κάθε έτος αν προστεθεί στην ισχύουσα *upfront* προμήθεια, η οποία ορίζεται διά σύμβασης, μια πρόσθετη *upfront* προμήθεια, η οποία εκτιμάται ότι αντιστοιχεί στην πραγματική τιμή της αμοιβής που προβλέπουν να λάβουν μελλοντικά τα PI για τα BFP που εγγράφονται κάθε χρόνο, βάσει των ετήσιων ποσοστιαίων προμηθειών επί του υπάρχοντος αποθέματος BFP. Η εκτίμηση της εν λόγω πρόσθετης *upfront* προμήθειας γίνεται λαμβάνοντας υπόψη τη μέση διάρκεια ⁽⁴⁷⁾ έκαστου τύπου BFP και υπολογίζοντας την πραγματική τιμή για το έτος εγγραφής των ετήσιων ποσοστιαίων προμηθειών που θα προκύψουν για τα έτη μέσης διάρκειας των BFP ⁽⁴⁸⁾.
- (117) Σύμφωνα με τον εμπειρογνώμονα πρέπει να γίνει ακόμα μια υπόθεση σχετικά με τις μελλοντικές ετήσιες προμήθειες, προκειμένου να υπολογιστεί η πραγματική αξία τους. Γι' αυτόν τον σκοπό, υπάρχουν δύο εξίσου αποδεκτές εκδοχές:
- η υπόθεση μιας σταθερής ετήσιας αμοιβής βασίζεται στην προϋπόθεση ότι τα PI δεν μπορούν να προβλέψουν τον μεταβλητό χαρακτήρα των ετήσιων προμηθειών στο μέλλον και ότι έτσι υπολογίζουν για κάθε έτος τη συνολική ίση *upfront* προμήθεια, η οποία εκτιμάται υπό την προϋπόθεση ότι οι ετήσιες προμήθειες παραμένουν σταθερές σε συμβατικό επίπεδο, όπως συμφωνείται στη σύμβαση για το εκάστοτε έτος,
 - η άλλη εκδοχή (εφεξής «μεταβλητή ετήσια αμοιβή») αποτελείται από τον υπολογισμό της αμοιβής για την τοποθέτηση των BFP βάσει των ετήσιων προμηθειών που ορίζονται στις διαδοχικές συμβάσεις για όλη τη διάρκεια ισχύος των προϊόντων ⁽⁴⁹⁾. Για την εκδοχή αυτή προϋποτίθεται ότι τα PI μπορούν να προβλέψουν τον μεταβλητό χαρακτήρα των ετήσιων προμηθειών για το μέλλον και ότι θα υπολογίσουν έτσι για κάθε έτος τη συνολική ίση *upfront* προμήθεια, η οποία εκτιμάται λαμβάνοντας υπόψη ότι οι ετήσιες προμήθειες θα μεταβληθούν ανάλογα με την εξέλιξη η οποία μπορεί πράγματι να εντοπιστεί εκ των υστέρων.
- (118) Οι *upfront* προμήθειες που υπολογίζονται εκ νέου για τα BFP, σύμφωνα με τη μέθοδο της μεταβλητής ετήσιας αμοιβής, φαίνονται γενικά μικρότερες σε σχέση με εκείνες που ισχύουν για τη μέθοδο της σταθερής ετήσιας αμοιβής. Ο πίνακας 8 παρουσιάζει το σημείο αυτό για τα κανονικά και τα προθεσμιακά BFP:

Πίνακας 8

Εκτιμώμενες συνολικές *upfront* προμήθειες για τα BFP σε %

Κανονικά BFP (έντυπα)		
	Σταθερή ετήσια αμοιβή	Μεταβλητή ετήσια αμοιβή
2000	[...]	[...]
2001	[...]	[...]
2002	[...]	[...]
2003	[...]	[...]
2004	[...]	[...]
2005	[...]	[...]
2006	[...]	[...]

⁽⁴⁷⁾ Ο εμπειρογνώμων χρησιμοποιεί τις εκφράσεις «μέση διάρκεια» και «προβλεπόμενη διάρκεια» ως συνώνυμα. Στην παρούσα απόφαση χρησιμοποιείται η έκφραση «μέση διάρκεια».

⁽⁴⁸⁾ Ο εμπειρογνώμων χρησιμοποίησε τις τιμές που παρέσχε το ιταλικό κράτος. Σε περίπτωση έλλειψης των στοιχείων αυτών (για τα συνδεδεμένα με τον πληθωρισμό BFP και για τα 18μηνα BFP), ο εμπειρογνώμων πραγματοποίησε λογικές εκτιμήσεις (για 7 έτη και 18 μήνες αντίστοιχα). Το προεξοφλητικό επιτόκιο που χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό της πραγματικής τιμής των ετήσιων προμηθειών ισούται με εκείνο των αποταμιευτικών ομολόγων του δημοσίου με ίση διάρκεια.

⁽⁴⁹⁾ Τα ποσοστά της σύμβασης 2006 ισχύουν για τα έτη από το 2006 και μετά.

Προθεσµιακά BFP (έντυπα)		
	Σταθερή ετήσια αμοιβή	Μεταβλητή ετήσια αμοιβή
2000	[...]	[...]
2001	[...]	[...]
2002	[...]	[...]

- (119) Για λόγους σιγουριάς, ο εμπειρογνώµονας βασίστηκε, για το µεγαλύτερο µέρος της µελέτης, στην υπόθεση ότι η ετήσια αμοιβή είναι σταθερή.
- (120) Οι *upfront* προμήθειες που υπολογίστηκαν ξανά, οι οποίες εισπράχθηκαν από τα ΠΙ για τα BFP βάσει της προαναφερθείσας υπόθεσης παρουσιάζονται στη συνέχεια.

Πίνακας 9

Εκ νέου υπολογισµένες προμήθειες *upfront*, οι οποίες εισπράχθηκαν από τα ΠΙ για τα BFP

	2000	2001 ⁽⁵⁰⁾	2002	2003	2004	2005	2006
Έντυπα BFP (όλα τα BFP πριν από το 2003)							
Κανονικά BFP	[...]	[...]	[...]	[...]	[...]	[...]	[...]
Προθεσµιακά BFP	[...]	[...]	[...]				
BFP 18 µηνών						[...]	[...]
Μη έντυπα BFP (µετά από το 2003)							
Κανονικά BFP				[...]	[...]	[...]	[...]
BFP µε τιµαριθµική ρήτρα (εξαγοράς µετοχών — <i>equity linked</i>)				[...]	[...]	[...]	[...]
BFP µε τιµαριθµική ρήτρα (τιµαριθµοποιηµένα — <i>inflation linked</i>)							[...]
BFP 18 µηνών						[...]	[...]

⁽⁵⁰⁾ Τα ποσά των 51,6 και 25 εκατ., τα οποία κατεβλήθησαν αντίστοιχα το 2001 και το 2002 για συγκεκριµένες εργασίες, οι οποίες δεν εντάσσονταν στην απλή τοποθέτηση των BFP, δεν συµπεριλαµβάνονται στα παραπάνω στοιχεία. Ωστόσο, ο εμπειρογνώµονας επαλήθευσε την επίπτωσή τους (έλεγχος ευαισθησίας), συµπεραίνοντας ότι ακόµα κι αν είχαν συµπεριληφθεί, τα συµπεράσµατα της έκθεσης δεν θα µεταβάλλονταν.

Σύγκριση µε τις εκτιµώµενες αμοιβές βάσει του δείγµατος τραπεζικών οµολόγων

- (121) Τα συγκεντρωµένα στοιχεία επιτρέπουν να γίνει µια εκτίµηση των διαφορών (*spread*) των αμοιβών της αγοράς για την τοποθέτηση των BFP. Η εκτιµώµενη αμοιβή της αγοράς διαφέρει ανάλογα µε το προϊόν που θεωρείται κάθε φορά ότι είναι το κατάλληλο συγκρίσιµο προϊόν.
- (122) Στον πίνακα 10 αναφέρονται οι κλίµακες τιµών των συνολικών εκτιµώµενων *upfront* προµηθειών για τα BFP (βάσει της ανάλυσης παλινδρόµησης του δείγµατος των τραπεζικών οµολόγων) και για τις ισχύουσες επανεκτιµηµένες προμήθειες που εισέπραξαν τα ΠΙ για τα BFP. Η κλίµακα τιµών της ισχύουσας αμοιβής

για τα BFP ορίζεται από τις ελάχιστες και τις μέγιστες αμοιβές που σημειώθηκαν την περίοδο 2000-2006. Η κλίμακα τιμών που χρησιμοποιείται για τη σύγκριση ορίζεται από τις αναμενόμενες ελάχιστες και μέγιστες τιμές⁽⁵¹⁾ των προμηθειών των BFP, οι οποίες λαμβάνονται από τις παλινδρομήσεις των προμηθειών βάσει σχετικών παραγόντων. Στον πίνακα παρουσιάζονται επίσης οι κλίμακες τιμών οι οποίες σχηματίστηκαν προσθέτοντας μία ή δύο τυπικές αποκλίσεις από τις αναμενόμενες ελάχιστες και μέγιστες τιμές⁽⁵²⁾.

- (123) Η αναφορά στα κλασικά διαστήματα (μέσος όρος + 1 τυπική απόκλιση) και (μέσος όρος + 2 τυπικές αποκλίσεις) είναι χρήσιμη για την εκτίμηση της πιθανότητας ενός συμβάντος: μια παρατήρηση, η απόσταση της οποίας από την αναμενόμενη τιμή είναι μικρότερη από μια τυπική απόκλιση, έχει περισσότερες πιθανότητες να είναι στατιστικά ίδια με την αναμενόμενη τιμή· όταν συμπεριλαμβάνεται μεταξύ μιας και δύο τυπικών αποκλίσεων, η πιθανότητα είναι μικρότερη, όχι όμως αφύσικα χαμηλή· όταν είναι μεγαλύτερη από δύο τυπικές αποκλίσεις, η πιθανότητα είναι αρκετά χαμηλή και έτσι μπορούμε να μιλήσουμε για μια περίπτωση «σπάνια» και ενδεχομένως «μη φυσιολογική»⁽⁵³⁾.

Πίνακας 10

Προμήθειες *upfront* εκ νέου υπολογισμένες και αμοιβές αγοράς για τα BFP που εκτιμώνται βάσει του δείγματος τραπεζικών ομολόγων, σε %

Μορφή των BFP	Έντυπα	Μη έντυπα	Έντυπα	Μη έντυπα	Μη έντυπα	Έντυπα	Μη έντυπα
Τύπος BFP	Κανονικά	Κανονικά	Προθεσμικά	Εξαγοράς μετοχών (Equity linked) ⁽⁵⁴⁾	Τιμαριθμωποιημένα (Inflation linked)	18μηνα	18μηνα
Ελάχιστες προμήθειες BFP 2000-2006	[...]	[...]	[...]	[...]	[...]	[...]	[...]
Μέγιστες προμήθειες BFP 2000-2006	[...]	[...]	[...]	[...]	[...]	[...]	[...]
Αναμενόμενη τιμή – ελάχιστη εκτιμώμενη τιμή	3,05	3,05	1,76	1,69	2,83	0,63	0,63
Αναμενόμενη τιμή + 1 τυπική απόκλιση – ελάχιστη εκτιμώμενη τιμή	3,40	3,40	2,11	2,51	2,14	0,88	0,92
Αναμενόμενη τιμή + 2 τυπική απόκλιση – ελάχιστη εκτιμώμενη τιμή	3,75	3,75	2,46	3,32	4,20	1,21	1,21
Αναμενόμενη τιμή – μέγιστη εκτιμώμενη τιμή	4,54	4,54	3,34	1,69	2,83	0,63	0,63

⁽⁵¹⁾ Στη στατιστική η αναμενόμενη τιμή (ή μαθηματική ελπίδα ή μέσος όρος) μιας τυχαίας μεταβλητής είναι το άθροισμα των γινομένων όλων των πιθανών τιμών της μεταβλητής επί την πιθανότητα αυτών των τελευταίων. Αντιστοιχεί έτσι στον μέσο ποσό που «προβλέπεται» ότι θα είναι το αποτέλεσμα της τυχαίας δοκιμής όταν όμοιες πιθανότητες επαναλαμβάνονται περισσότερες φορές. Σε αυτό το πλαίσιο, οι ελάχιστες και οι μέγιστες αναμενόμενες τιμές αναφέρονται στις δύο παλινδρομήσεις με την καλύτερη απόδοση, όπως υποδεικνύεται στη μελέτη του εμπειρογνώμονα. Συγκεκριμένα, οι χαμηλές εκτιμήσεις αναφέρονται σε ένα δείγμα των τραπεζικών ομολόγων με σταθερό επιτόκιο και το δείγμα αυτό επιτρέπει να χρησιμοποιηθεί μια σημαντική μεταβλητή της απόδοσης κατά τη λήξη στην ανάλυση παλινδρόμησης. Οι υψηλότερες εκτιμήσεις προκύπτουν από την ανάλυση παλινδρόμησης, η οποία βασίζεται στο δείγμα που περιλαμβάνει όλα τα τραπεζικά ομόλογα «plain vanilla», και επομένως τόσο οι τίτλοι με σταθερό επιτόκιο όσο και οι τίτλοι με κυμαινόμενο επιτόκιο.

⁽⁵²⁾ Στις πιθανότητες και στην στατιστική, η τυπική απόκλιση ή μέσο τετραγωνικό σφάλμα είναι ένας δείκτης διασποράς ενός συνόλου τιμών. Ορίζεται ως η απόκλιση της μέσης τετραγωνικής τιμής (RMS) των τιμών από το μέσο όρο τους ή ως η τετραγωνική ρίζα της διασποράς. Το τυπικό σφάλμα μιας μεθόδου μέτρησης ή υπολογισμού είναι το εκτιμώμενο μέσο τετραγωνικό σφάλμα του σφάλματος σε αυτή τη μέθοδο. Ειδικά, υπολογίζεται η τυπική απόκλιση της διαφοράς μεταξύ των υπολογισμένων ή εκτιμώμενων τιμών και των πραγματικών τιμών (Πηγή: Wikipedia).

⁽⁵³⁾ Κατά τη σύγκριση του πραγματικού αποτελέσματος με τα «κλασικά διαστήματα» κατά μέσο όρο ενός ή δύο τυπικών σφαλμάτων, λαμβάνεται συνήθως ως προϋπόθεση ότι η υφιστάμενη τοποθέτηση είναι συμμετρική και κανονική. Σε αυτή την περίπτωση, μπορούμε να πούμε ότι το αποτέλεσμα έχει πιθανότητα 68,26 % να εμπίσει στο διάστημα «μέσος όρος συν/πλην ένα τυπικό σφάλμα» και πιθανότητα 95,44 % να εμπίσει στο διάστημα «μέσος όρος συν/πλην δύο τυπικά σφάλματα». Εντούτοις, η καταλληλότητα της αναφοράς στο διάστημα «μέσος όρος συν/πλην ένα ή δύο τυπικά σφάλματα» δεν περιορίζεται στην περίπτωση της κανονικής τοποθέτησης, έτσι ώστε μπορούμε να πούμε γενικά ότι ένα συμβάν το οποίο εντάσσεται στην τυπική απόκλιση του μέσου όρου (το εν λόγω διάστημα θα χρησιμοποιηθεί στην ανάλυση της επόμενης ενότητας) μπορεί να θεωρηθεί σε γενικές γραμμές «συνήθισμένο».

Μορφή των BFP	Έντυπα	Μη έντυπα	Έντυπα	Μη έντυπα	Μη έντυπα	Έντυπα	Μη έντυπα
Τύπος BFP	Κανονικά	Κανονικά	Προδεσμακά	Εξαγοράς μετοχών (Equity linked) ⁽⁵⁴⁾	Τιμαριθμοποιημένα (Inflation linked)	18μηνα	18μηνα
Αναμενόμενη τιμή + 1 τυπική απόκλιση – μέγιστη εκτιμώμενη τιμή	5,25	5,25	4,05	2,51	3,51	0,92	0,92
Αναμενόμενη τιμή + 2 τυπική απόκλιση. – μέγιστη εκτιμώμενη τιμή	5,96	5,96	4,76	3,32	4,20	1,21	1,21

⁽⁵⁴⁾ Είναι σημαντικό να επισημάνουμε ότι η ανάλυση παλινδρόμησης του δείγματος αμφοτέρων των δομημένων τραπεζικών ομολόγων έχει ερμηνευτικό χαρακτήρα σημαντικά χαμηλότερο σε σχέση με άλλα τραπεζικά ομόλογα, τα οποία χρησιμοποιούνται για να υπολογιστεί η αμοιβή τοποθέτησης άλλων τύπων BFP. Έτσι, ο εμπειρογνώμων επισημαίνει: «Τα αποτελέσματα της προσομοίωσης, στην περίπτωση των συνδεδεμένων με χρηματιστηριακό δείκτη BFP, δεν μπορούν να συμβιβαστούν εύκολα με θεμελιώδεις οικονομικούς λόγους, πράγμα το οποίο δεν είναι εμφανές, καθώς τα συνδεδεμένα με χρηματιστηριακό δείκτη BFP πρέπει να έχουν προμήθειες χαμηλότερες σε σχέση με το μέσο όρο που προέκυψε από το δευτερεύον δείγμα των συνδεδεμένων με το αρχικό κεφάλαιο τραπεζικών ομολόγων (*equity linked*). Η παρατήρηση αυτή, μαζί με τις δοκιμές της αμελητέας δυνατότητας ερμηνείας των παλινδρομήσεων για τις προμήθειες των BFP με τιμαριθμική ρήτρα, υποδεικνύει κατά την κρίση μας ότι σε αυτή την περίπτωση πρέπει να δοθεί περισσότερο βάρος στο αποτέλεσμα της απλής σύγκρισης των μέσων τιμών, το οποίο δίνει με πιο κατηγορηματικό τρόπο ένα συμπέρασμα την αγορά». Οι περιγραφικές στατιστικές αποκαλύπτουν ότι η μέση αμοιβή για τα τραπεζικά ομόλογα βάσει αρχικού κεφαλαίου είναι 3,10 % και για τα τραπεζικά ομόλογα που αναπροσαρμόζονται βάσει του πληθωρισμού είναι - 2,82 %. Και οι δύο τιμές είναι μεγαλύτερες από τη μέγιστη αμοιβή που εισέπραξαν τα PI για τα συνδεδεμένα με χρηματιστηριακό δείκτη και για τα συνδεδεμένα με τον πληθωρισμό BFP.

(124) Έτσι, ο εμπειρογνώμων κατέληξε στα ακόλουθα συμπεράσματα:

- για τα 18μηνα BFP, τα κανονικά άυλα BFP και τα συνδεδεμένα με τον πληθωρισμό BFP: «απόλυτα σαφής» δοκιμή καταλληλότητας για την αγορά·
 - για τα συνδεδεμένα με χρηματιστηριακό δείκτη BFP και για τα έντυπα κανονικά BFP: μια δοκιμή που δεν μπορεί να θεωρηθεί «απόλυτα σαφής», η οποία όμως τείνει σαφώς προς την καταλληλότητα για την αγορά· σε αυτές τις περιπτώσεις, οι προμήθειες των BFP, σύμφωνα με προσομοιώσεις οι οποίες βασίζονται στην παλινδρόμηση, είναι μικρότερες από την αναμενόμενη τιμή ή εντάσσονται στο διάστημα (αναμενόμενη τιμή + δύο τυπικές αποκλίσεις)·
 - για τα προδεσμακά BFP: πιθανότητα μη φυσιολογικής μέγιστης τιμής το 2001.
- (125) Ο εμπειρογνώμων αναφέρει επίσης τις προμήθειες τοποθέτησης που προβλέπονται για τα κανονικά και τα προδεσμακά BFP όταν συμπεριλαμβάνονται εικονικές ανεξάρτητες μεταβλητές (*dummy*) ⁽⁵⁵⁾ ανά μεσίτη, προκειμένου να συλλάβει τον παράγοντα των πολιτικών τιμολόγησης των μεμονωμένων τοποθετούμενων — στοιχείο, το οποίο δεν ελήφθη υπόψη κατά την ανάλυση παλινδρόμησης που παρουσιάζεται στον πίνακα 10.

Πίνακας 11

Εκτιμώμενες αμοιβές των BFP για τους διαθέτοντες

	Τραπεζικά ομόλογα <i>plain vanilla</i>	Τραπεζικά ομόλογα σταθερού επιτοκίου
	Α: Κανονικά BFP	
UBM	3,60 %	3,23 %
PopVicenza	3,06 %	2,65 %
Antonveneta	2,95 %	2,98 %
Carige	2,62 %	2,53 %

⁽⁵⁵⁾ Στην ανάλυση παλινδρόμησης, μια εικονική μεταβλητή (*dummy*) (η οποία αποκαλείται επίσης δυαδική μεταβλητή ή απλά εικονική — *dummy*) είναι μια μεταβλητή η οποία μπορεί να λάβει μόνο δύο τιμές, 1 ή 0, για να δείξει την απουσία ή την παρουσία ενδεχόμενων απόλυτων επιπτώσεων οι οποίες μπορούν να επηρεάσουν το αποτέλεσμα. Η χρήση εικονικών μεταβλητών αυξάνει συνήθως τον συντελεστή προσδιορισμού (*model fit*) αλλά με τίμημα την απώλεια βαθμού ελευθερίας και γενικής μείωσης του μοντέλου. Υπερβολικός αριθμός εικονικών μεταβλητών καθορίζει ένα μοντέλο το οποίο δεν επιτρέπει την εξαγωγή γενικού συμπεράσματος (Πηγή: Wikipedia).

	Τραπεζικά ομόλογα <i>plain vanilla</i>	Τραπεζικά ομόλογα σταθερού επιτοκίου
	Α: Κανονικά BFP	
IntesaSanPaolo	2,25 %	2,73 %
SanPaoloIMI	1,44 %	2,45 %
	Β: BFP με σταθερό επιτόκιο	
UBM	2,75 %	1,91 %
PopVicenza	2,21 %	1,33 %
Antonveneta	2,10 %	1,66 %
Carige	1,77 %	1,21 %
IntesaSanPaolo	1,40 %	1,41 %
SanPaoloIMI	0,59 %	1,13 %

Σύγκριση με προμήθειες των αμοιβαίων κεφαλαίων

- (126) Οι συνολικές *upfront* προμήθειες που έχουν εκτιμηθεί εκ νέου, τις οποίες εισέπραξαν τα ΡΙ για την τοποθέτηση των BFP (ακριβής εκτίμηση) και των νομισματικών αμοιβαίων κεφαλαίων επενδύσεων παρουσιάζονται στον πίνακα 12.

Πίνακας 12

Προμήθειες *upfront* εκ νέου υπολογισμένες και ετήσιες αμοιβές αγοράς για τα BFP που εκτιμώνται βάσει του δείγματος αμοιβαίων κεφαλαίων

Κανονικά BFP			
	BFP	Νομισματικά αμοιβαία κεφάλαια επενδύσεων	
Έτος		Μέσος όρος	Μέσος όρος + 1 τυπική απόκλιση
2000	[...]	1,48 %	3,41 %
2001	[...]	1,48 %	3,41 %
2002	[...]	2,13 %	4,06 %
2003	[...]	2,45 %	4,38 %
2004	[...]	2,55 %	4,48 %
2005	[...]	3,38 %	5,31 %
2006	[...]	3,38 %	5,31 %
Προθεσμιακά BFP			
	BFP	Νομισματικά αμοιβαία κεφάλαια επενδύσεων	
Έτος		Μέσος όρος	Μέσος όρος + 1 τυπική απόκλιση
2000	[...]	1,15 %	3,08 %
2001	[...]	1,15 %	2,80 %
2002	[...]	1,65 %	3,30 %

- (127) Ο εμπειρογνώμονας, χρησιμοποιώντας απόλυτους αριθμούς, όσον αφορά τη σταθερή ετήσια αμοιβή, υπολόγισε τα ποσά της ετήσιας αμοιβής για την τοποθέτηση των BFP, τα οποία αντιστοιχούν στην αμοιβή που θα λάμβαναν τα PI αν τους είχαν καταβληθεί οι μέσες τιμές των τοποθετημένων συγκρίσιμων αμοιβαίων κεφαλαίων. Τα απόλυτα επίσημα ποσά της αμοιβής για τα BFP και της αμοιβής που θα προέκυπτε βάσει των όρων των αμοιβαίων νομισματικών κεφαλαίων επενδύσεων παρουσιάζονται στον πίνακα 13.

Πίνακας 13

Ισχύουσες και εκτιμώμενες αμοιβές για τα BFP σε απόλυτα ποσά

	BFP	Νομισματικά αμοιβαία κεφάλαια επενδύσεων	
		Μέσος όρος	Μέσος όρος + 1 τυπική απόκλιση
2000	361	217	426
2001	439	235	459
2002	316	355	596
2003	416	457	721
2004	482	519	803
2005	582	762	1 062
2006	559	820	1 139
Σύνολο 2000-2006	3 157	3 364	5 207

- (128) Ο εμπειρογνώμων συμπεραίνει ότι:

- α) στην πρώτη μέθοδο (πίνακας 12) οι προμήθειες για τα BFP κυμαίνονται σχεδόν πάντοτε από την αναμενόμενη τιμή ως την τιμή που αντιστοιχεί στην αναμενόμενη τιμή συν μία τυπική απόκλιση, όταν εκτιμώνται βάσει των προμηθειών για τα αμοιβαία νομισματικά κεφάλαια επενδύσεων, και είναι σχεδόν πάντοτε μικρότερες από την αναμενόμενη τιμή, η οποία εκτιμάται βάσει των ομολογιακών κρατικών τίτλων ευρωζώνης,
- β) στη δεύτερη μέθοδο (πίνακας 13), η συνολική ισχύουσα αμοιβή που έλαβαν τα PI είναι, σύμφωνα με τα αποτελέσματα, πάντοτε μικρότερη από την αμοιβή που θα λάμβαναν αν εφαρμόζονταν οι μέσοι όροι των ομολογιακών κρατικών τίτλων ευρωζώνης. Η συνολική ισχύουσα αμοιβή είναι επίσης μικρότερη από την αμοιβή που θα προέκυπτε αν εφαρμόζονταν οι κανονικοί όροι των αμοιβαίων νομισματικών κεφαλαίων επενδύσεων την περίοδο 2003-2006. Για την περίοδο 2000-2003 δεν είναι μικρότερη από την κανονική βάση των όρων των αμοιβαίων νομισματικών κεφαλαίων επενδύσεων, είναι όμως μικρότερη από την αμοιβή που αντιστοιχεί στην αντίστοιχη αναμενόμενη τιμή συν μία τυπική απόκλιση,
- γ) η τελική υπόθεση καταλληλότητας για την αγορά, η οποία προέκυψε από τις συγκριτικές δοκιμές των προμηθειών των αμοιβαίων κεφαλαίων μπορεί να θεωρηθεί σχεδόν «απόλυτα σαφής».

Ειδικές προμήθειες για την παραγωγή έντυπων BFP

- (129) Η συνολική αμοιβή που κατέβαλε το CDP στα PI ανήλθε στα 15 εκατ. ευρώ για το 2003, στα 16 εκατ. ευρώ για το 2004 και στα 18 εκατ. ευρώ για το 2005 και το 2006 (δείτε πίνακα 4).

- (130) Η αμοιβή για την παραγωγή έντυπων BFP δεν αποτελεί αντικείμενο των προηγούμενων αναλύσεων σχετικά με την καταλληλότητα για την αγορά των προμηθειών που έλαβαν τα PI για την τοποθέτηση των BFP. Η επιλογή αυτή οφείλεται στο ότι ο εμπειρογνώμονας θεωρεί εύλογο να μην λάβει υπόψη αυτό το στοιχείο κατά τον υπολογισμό της πρόσθετης *upfront* προμήθειας εφόσον αναφέρεται σε ένα πολύ συγκεκριμένο χαρακτηριστικό των BFP το οποίο δεν απαντά σε συγκρίσιμα χρηματοπιστωτικά προϊόντα της περιόδου 2000-2006. Όπως κατέστη ήδη φανερό, το ιταλικό κράτος συγκρίνει την αμοιβή που λαμβάνουν τα PI για την παραγωγή των έντυπων BFP με την αμοιβή που απαιτείται από τα αμοιβαία κεφάλαια για την έκδοση έντυπων τίτλων. Το ιταλικό κράτος παρατηρεί ότι αυτή η τελευταία αμοιβή περιλαμβάνεται μεταξύ 10 και 20 ευρώ ανά τίτλο και επισημαίνει ότι η αμοιβή που κατέβαλε το CDP στα PI ισούται με 1,70 ανά έντυπο BFP, συμπεραίνοντας ότι το ποσό αυτό δεν φαίνεται υπερβολικό. Ο εμπειρογνώμων δηλώνει ότι τα ποσά που χρεώθηκαν από τα αμοιβαία κεφάλαια για την παραγωγή των έντυπων ομολόγων αντιστοιχούν στο επίπεδο που περιέγραψε το ιταλικό κράτος.
- (131) Η αμοιβή που κατέβαλε το CDP στα PI για την παραγωγή έντυπων ομολόγων μπορεί έτσι να θεωρηθεί σύμφωνη με την αγορά.

Συμπέρασμα του εμπειρογνώμονα

- (132) Το γενικό συμπέρασμα το οποίο εξάγεται από την έκθεση του εμπειρογνώμονα είναι ότι η αμοιβή που κατεβλήθη στα PI για την τοποθέτηση των BFP την περίοδο 2000-2006 είναι σύμφωνη με την αγορά.

VIII. ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΟΥ ΜΕΤΡΟΥ

- (133) Προκειμένου να καθοριστεί αν ένα μέτρο συνιστά κρατική ενίσχυση κατά την έννοια του άρθρου 87, παράγραφος 1, της συνθήκης, η Επιτροπή πρέπει, κατ' αρχή, να καθορίσει αν το καθεστώς ενίσχυσης:

- χορηγήθηκε από το κράτος ή μέσω κρατικών πόρων,
- παρέχει οικονομικό πλεονέκτημα,
- μπορεί να νοθεύσει τον ανταγωνισμό διά της ενοίκιης μεταχείρισεως ορισμένων επιχειρήσεων ή ορισμένων κλάδων παραγωγής,
- επηρεάζει τις μεταξύ κρατών μελών συναλλαγές.

VIII.1. Πλαίσιο της αξιολόγησης

- (134) Στην παρούσα περίπτωση, προκειμένου να μπορέσει να εξάγει ένα συμπέρασμα, η Επιτροπή θα πρέπει να αρκестεί στην αξιολόγηση του κατά πόσο η εν λόγω αμοιβή θα παρείχε πλεονέκτημα στα PI.
- (135) Δυνάμει του διατάγματος της 6ης Οκτωβρίου 2004, η συγκέντρωση ταχυδρομικού ταμειυτηρίου κατέστη υπηρεσία γενικού οικονομικού συμφέροντος⁽⁵⁶⁾. Ως εκ τούτου, από το 2004 το πλαίσιο αξιολόγησης αποτελείται από την απόφαση *Altmark*⁽⁵⁷⁾.
- (136) Γ' αυτόν τον σκοπό, η Επιτροπή έχει ήδη βεβαιώσει, στην απόφασή της για την κίνηση της διαδικασίας, ότι τα PI, δικαιούχος επιχείρηση, πρέπει να εκπληρώσει υποχρεώσεις παροχής δημόσιας υπηρεσίας και ότι οι εν λόγω υποχρεώσεις καθορίστηκαν κατά σαφή τρόπο. Οι παράμετροι βάσει των οποίων υπολογίστηκε η αμοιβή είχαν καθοριστεί από πριν με αντικειμενικό και διαφανή τρόπο, ειδικά με τις συμβάσεις μεταξύ CDP και PI. Απέμενε να επαληθευτεί αν η αμοιβή υπερέβαινε ό,τι χρειαζόταν για να καλυφθούν εξ ολοκλήρου ή εν μέρει οι δαπάνες που προέκυπταν από τις υποχρεώσεις παροχής δημόσιας υπηρεσίας, λαμβάνοντας υπόψη τις σχετικές εισπράξεις, καθώς και ένα εύλογο περιθώριο κέρδους· επιπλέον, ελλείπει δημόσια αποδεικτική διαδικασία, έπρεπε να επαληθευτεί το επίπεδο της απαραίτητης αμοιβής βάσει ανάλυσης των δαπανών που μια κανονική εταιρεία, η οποία αποτελεί αντικείμενο αποτελεσματικής διαχείρισης και διαθέτει επαρκή μέσα, έπρεπε να πραγματοποιήσει, προκειμένου να εκπληρώσει τις εν λόγω

⁽⁵⁶⁾ Η Επιτροπή ωστόσο δεν θεωρεί ότι οι διαδοχικές συμβάσεις μεταξύ του CDP και των PI ισοδυναμούν αυτές καθαυτές με την παροχή υπηρεσίας γενικού οικονομικού συμφέροντος.

⁽⁵⁷⁾ Απόφαση σχετικά με την υπόθεση C-280/00 *Altmark Trans GmbH και Regierungspräsidium Magdeburg εναντίον Nahverkehrsgesellschaft Altmark GmbH*, Συλλογή 2003, σ. I-07747, και συνεκδικαζόμενες υποθέσεις C-34/01 έως C-38/01 *Enirisorse SpA εναντίον Υπουργείου Οικονομικών*, Συλλογή 2003, σ. I-14243.

υποχρεώσεις, λαμβάνοντας υπόψη τις σχετικές εισπράξεις, καθώς και ένα εύλογο περιθώριο κέρδους για την εκπλήρωση των εν λόγω υποχρεώσεων.

- (137) Αν οι αμοιβές που κατεβλήθησαν από το CDP ήταν σύμφωνες με την αγορά, θα αποτελούσαν κατάλληλη εκτίμηση του επιπέδου των δαπανών που θα έπρεπε να πραγματοποιήσει μια κανονική επιχείρηση, η οποία αποτελεί αντικείμενο αποτελεσματικής διαχείρισης, προκειμένου να εκπληρώσει τις εν λόγω υποχρεώσεις, λαμβάνοντας υπόψη τις σχετικές εισπράξεις, καθώς και ένα εύλογο περιθώριο κέρδους για την εκπλήρωσή τους. Οι εν λόγω αμοιβές πληρούσαν λοιπόν τα τέσσερα κριτήρια της απόφασης *Altmark* και δεν συνιστούσαν ενίσχυση⁽⁵⁸⁾. Τέλος, αν προτού ανατεθεί στα PI και στο CDP η παροχή υπηρεσιών γενικού οικονομικού συμφέροντος, οι ετήσιες αμοιβές που παρέχονταν στα PI για τα βιβλιάρια ταχυδρομικού ταμιευτηρίου ήταν σύμφωνες με την αγορά, είναι εμφανές ότι τα PI δεν θα είχε λάβει κανένα πλεονέκτημα από αυτές και ότι οι εν λόγω αμοιβές δεν θα συνιστούσαν κρατική ενίσχυση.
- (138) Προκειμένου να εξεταστεί την καταλληλότητα των αμοιβών που κατέβαλε το CDP με την αγορά, η Επιτροπή υπενθυμίζει τις κύριες φάσεις της μεθόδου (που υιοθετεί στην απόφαση κίνησης της διαδικασίας) που ακολουθήθηκε κατά τη συγκριτική ανάλυση, την οποία ακολούθησαν δύο διαδοχικές μελέτες:
- α) πρώτον, πρέπει να πραγματοποιηθεί εντοπισμός των προϊόντων που μοιάζουν περισσότερο με τους διάφορους τύπους BFP (ενότητα VIII.2)· για να γίνει αυτό, είναι υψίστης σημασίας να εντοπιστούν οι απαραίτητοι παράγοντες που επιδρούν επί του επιπέδου των προμηθειών τοποθέτησης και να ληφθούν δεόντως υπόψη·
- β) δεύτερον, πρέπει να πιστοποιηθούν οι αμοιβές της αγοράς που καταβλήθηκαν από τους φορείς της αγοράς για την τοποθέτηση συγκρίσιμων προϊόντων, και να συγκριθούν με την αμοιβή που κατεβλήθη από το CDP (ενότητα VIII.3).

VIII.2. Εντοπισμός συγκρίσιμων προϊόντων

VIII.2.1. Επικύρωση της μελέτης του εμπειρογνώμονα

- (139) Οι τρεις μελέτες παρουσιάζουν σημαντικές διαφορές όσον αφορά τα συγκρίσιμα προϊόντα που εντοπίστηκαν και τους παράγοντες που καθορίζουν την αμοιβή και που επιδρούν επί της επιλογής των συγκρίσιμων προϊόντων. Ο παρακάτω πίνακας συνοψίζει τα παρόμοια προϊόντα που εντοπίστηκαν στις τρεις μελέτες:

Πίνακας 14

Παρόμοια προϊόντα σύμφωνα με τις τρεις μελέτες

Προϊόν	Ανάλυση της συγκριτικής αξιολόγησης (<i>benchmarking</i>)	Μελέτη ABI	Μελέτη του εμπειρογνώμονα
Κανονικά BFP	Δομημένα εταιρικά ομόλογα με βαθμούς απόδοσης ίσους ή μεγαλύτερους από BBB της S&P ή/και Baa2 της Moody's	BFP ίσης διάρκειας	Τραπεζικά ομόλογα <i>plain vanilla</i> (με σταθερό και κυμαινόμενο επιτόκιο)
Προθεσμιακά BFP	Δομημένα εταιρικά ομόλογα με βαθμούς απόδοσης ίσους ή μεγαλύτερους από BBB της S&P ή/και Baa2 της Moody's	BOT, CTZ και BTP ανάλογα με τη διάρκεια ισχύος των BFP	Τραπεζικά ομόλογα <i>plain vanilla</i>
BFP με τιμαριθμική ρήτρα (τιμαριθμοποιημένα και εξαγοράς μετοχών)	Δομημένα εταιρικά ομόλογα με βαθμούς απόδοσης ίσους ή μεγαλύτερους από BBB της S&P ή/και Baa2 της Moody's	Για τιμαριθμοποιημένα BFP: BFP βάσει ευρώ για BFP εξαγοράς μετοχών: Χρηματοπιστωτικά τιμαριθμοποιημένα ομόλογα με βαθμούς απόδοσης ίσους ή μεγαλύτερους από A+ της S&P ή/και Aa2 της Moody's	Εταιρικά ομόλογα με τιμαριθμική ρήτρα (εξαγοράς μετοχών ή τιμαριθμοποιημένα, ανάλογα με την περίπτωση)

⁽⁵⁸⁾ Δείτε επίσης την απόφαση κίνησης της διαδικασίας της 22ας Νοεμβρίου 2006, σημείο 88.

Προϊόν	Ανάλυση της συγκριτικής αξιολόγησης (<i>benchmarking</i>)	Μελέτη ABI	Μελέτη του εμπειρογνώμονα
BFP 18 μηνών	Δομημένα εταιρικά ομόλογα με βαθμούς απόδοσης ίσους ή μεγαλύτερους από A- της S&P ή/και A3 της Moody's	Ομόλογα δημοσίου μικρής διάρκειας ισχύος (BOT και CTZ)	Πιστοποιητικά καταθέσεων (ΠΚ) ⁽⁵⁹⁾ , με χρήσιμες προτάσεις από τα τραπεζικά ομόλογα σταθερού επιτοκίου της πιο σύντομης διάρκειας και αμοιβαία νομισματικά κεφάλαια επενδύσεων
Παρατηρήσεις σχετικά με άλλα παρόμοια προϊόντα	Το ιταλικό κράτος υποστηρίζει ότι τα BFP είναι προϊόντα συγκρίσιμα με τα κρατικά ανοικτά αμοιβαία κεφάλαια επενδύσεων ευρωζώνης	Η ABI είχε αρχικά υποστηρίξει ότι τα BFP ήταν προϊόντα συγκρίσιμα με τα κρατικά ανοικτά αμοιβαία κεφάλαια επενδύσεων ευρωζώνης. Η μελέτη της ABI δεν εξακολουθεί ωστόσο να υποστηρίζει αυτή την ομοιότητα.	Χρήσιμες οδηγίες για τον καθορισμό του επιπέδου της αγοράς για τις αμοιβές για την τοποθέτηση των BFP (εκτός από τα BFP με τιμητική ρήτρα) μπορούν να προέρχονται από την παρατήρηση της αμοιβής για τους πιο συγκρίσιμους τύπους αμοιβαίων κεφαλαίων επενδύσεων, ειδικά των νομισματικών κεφαλαίων.

⁽⁵⁹⁾ Ελλείπει σχετικών δημοσίων στοιχείων — καθώς οι εκδότες δεν υποχρεούνται να δημοσιεύσουν τις προμήθειες τοποθέτησης για τα πιστοποιητικά καταθέσεων — η μελέτη του εμπειρογνώμονα δεν αναφέρθηκε εκτενώς σε αυτό τον τύπο παρόμοιου προϊόντος.

- (140) Σύμφωνα με την Επιτροπή, η μέθοδος που ακολούθησε ο εμπειρογνώμονας (βλέπε ειδικότερα τον πίνακα 7) και τα πορίσματα της μελέτης είναι εξ ολοκλήρου κατάλληλα. Ειδικά, τα παρόμοια προϊόντα απαντούν στις ερωτήσεις αμφοτέρων των μερών, ιταλικών αρχών και ABI, όπως θα δούμε στη συνέχεια. Όλοι οι σχετικοί παράγοντες για τον ορισμό των απαραίτητων χαρακτηριστικών για τα χρηματοοικονομικά προϊόντα αναφοράς εκτιμώνται και σταθμίζονται με φρόνηση. Η μελέτη του εμπειρογνώμονα εντοπίζει επιπλέον έναν ιδιαίτερα σημαντικό παράγοντα, ο οποίος επιδρά επί των προμηθειών τοποθέτησης και τον οποίο αμφοτέρωτα μέρη — τόσο οι ιταλικές αρχές όσο και η ABI — παρέλειψαν να λάβουν υπόψη: το δίκτυο τοποθέτησης. Έτσι, ο εμπειρογνώμονας παρατηρεί ότι πράγματι — τουλάχιστον στην Ιταλία — είναι δυνατό να παρασχεθεί, στο πλαίσιο της τοποθέτησης που απευθύνεται στους επενδυτές λιανικής, μικρότερη απόδοση για το ίδιο προφίλ κινδύνου σε σχέση με μια ανάλογη τοποθέτηση που απευθύνεται στους θεσμικούς επενδυτές. Σε αυτή την περίπτωση, τα μεγαλύτερα έσοδα που προκύπτουν για την τοποθέτηση των προμηθειών που θα λάβουν οι φορείς της θεσμικής τοποθέτησης μπορούν να εξομοιωθούν με μια μορφή κατανομής των κερδών που παρήχθησαν ⁽⁶⁰⁾.
- (141) Παρότι δεν είναι δυνατόν να εντοπιστούν απόλυτα συγκρίσιμα προϊόντα με τα BFP, η μελέτη του εμπειρογνώμονα καθιστά δυνατό τον καθορισμό της εκτιμώμενης αμοιβής της αγοράς για προϊόντα με χαρακτηριστικά ανάλογα με τα BFP (για παράδειγμα, μέσω της ανάλυσης παλινδρόμησης).

VIII.2.2. Γνώμη της Επιτροπής σχετικά με τα επιχειρήματα του ιταλικού κράτους

- (142) Η συγκριτική ανάλυση και το ιταλικό κράτος παρατήρησαν πολλαπλώς ότι η ύπαρξη σιωπηρού δικαιώματος πώλησης στα BFP τα καθιστά πιο περίπλοκα από τους τίτλους «*plain vanilla*» και μπορεί να τα κάνει να θεωρούνται «δομημένα».
- (143) Η Επιτροπή θεωρεί ότι ορισμένοι τίτλοι, όπως τα ομόλογα «*plain vanilla*» και οι συνήθεις μετοχικοί τίτλοι, έχουν σχετικά απλές δομές και αποδόσεις, ενώ άλλοι τίτλοι παρουσιάζουν περίπλοκες δομές και αποδόσεις, οι οποίες ρυθμίζονται από τη συμπεριφορά των υποκείμενων δραστηριοτήτων ή εξαρτώνται από μια σειρά συμβάντων (για παράδειγμα, δομημένα ομόλογα και ομόλογα με συνιστώσες που προέρχονται από τον τύπο δικαιώματος προαίρεσης). Η επεξήγηση και κυρίως η πώληση ενός προϊόντος με περίπλοκη δομή στους επενδυτές λιανικής είναι μια επίπονη εργασία για τα δίκτυα λιανικής, τα οποία πρέπει να επενδύσουν στην κατάρτιση του προσωπικού τους και να αφιερώνουν πόρους και πολύτιμο χρόνο στη διαδικασία της τοποθέτησης.

⁽⁶⁰⁾ Σε αυτό το πλαίσιο, η Επιτροπή διαπιστώνει μια συνηθισμένη έννοια μεταξύ των ειδικών του χρηματοπιστωτικού τομέα, δηλαδή ότι λόγω των ανεπαρκειών της αγοράς, οι προμήθειες τοποθέτησης διαφέρουν στο θεσμικό επίπεδο ή στο επίπεδο λιανικής. Η διαφορά των προμηθειών, υπό τις τρέχουσες συνθήκες της αγοράς, ευνοεί τους ενδιάμεσους και όχι τους εκδότες (βλέπε *The Path to Bond Market Efficiency: How increased retail distribution can lower borrowing costs*, του Hayes, Roger G., «Government Finance Review», 1.6.2003).

- (144) Εξάλλου, δεν υπάρχει κανένα επίσημο έγγραφο, το οποίο να έχει νομική ισχύ και να έχει δημοσιευτεί από κάποια ρυθμιστική αρχή, που να δίνει τον ακριβή ορισμό των ομολόγων «plain vanilla» ή των «δομημένων» ομολόγων⁽⁶¹⁾. Επιπλέον, με έναν ευρύτερο ορισμό του «δομημένου» ομολόγου, πολλά χρηματοοικονομικά προϊόντα θα βρίσκονταν μεταξύ των ομολόγων *plain vanilla* και των δομημένων υπό τη στενή έννοια. Σχετικά, ο εμπειρογνώμων παρατηρεί ότι ένα ομόλογο με αναμενόμενο δικαίωμα προαίρεσης εξαγοράς, όπως τα BFP, δεν είναι συγκρίσιμο με ένα τυπικό δομημένο ομόλογο. Πράγματι, η δομή της απόδοσης των BFP είναι απλή και οι μικροί αποταμιευτές της Ιταλίας γνωρίζουν πολύ καλά, εδώ και δεκαετίες, τη σημασία του αναμενόμενου δικαιώματος προαίρεσης εξαγοράς με δικαίωμα επιστροφής του επενδυθέντος κεφαλαίου και των δεδουλευμένων τόκων, συνεπώς, δεν απαιτείται συγκεκριμένη δέσμευση εκ μέρους του μεσίτη να δείξει στον επενδυτή τα χαρακτηριστικά του προϊόντος.
- (145) Λαμβάνοντας υπόψη τα παραπάνω, ο εμπειρογνώμων υιοθετεί τον ορισμό σύμφωνα με τον οποίο «δομημένο» είναι το ομόλογο η απόδοση του οποίου συνδέεται με την πορεία ορισμένων παραμέτρων, σύμφωνα με ένα μηχανισμό που προβλέπεται στον κανονισμό έκδοσης.
- (146) Η Επιτροπή συμφωνεί έτσι με τον εμπειρογνώμονα ότι δεν αρκεί η παρουσία δικαιώματος πώλησης των BFP για να είναι οι τίτλοι αυτοί συγκρίσιμοι με «δομημένα» ομόλογα, σύμφωνα με τον κοινό ορισμό.
- (147) Εν κατακλείδι, δεν μπορεί να γίνει σύγκριση των BFP με τα δομημένα ομόλογα, όπως προτείνει το ιταλικό κράτος⁽⁶²⁾, με εξαίρεση τα BFP με τιμαριθμική ρήτρα.

VIII.2.3. Γνώμη της Επιτροπής σχετικά με τα επιχειρήματα της ABI

- (148) Η ABI πρότεινε επανειλημμένα τη σύγκριση με βραχυπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα ομόλογα δημοσίου. Ωστόσο, προκύπτει ότι η σύγκριση αυτή δεν είναι κατάλληλη, καθώς τα προϊόντα του δημοσίου τοποθετούνται κυρίως σε θεσμικούς επενδυτές, ενώ η τοποθέτηση των τραπεζικών ομολόγων και των BFP πραγματοποιείται μέσω της τυπικής διαδικασίας του τμήματος λιανικής της αγοράς. Επιπλέον, η προμήθεια τοποθέτησης των αποταμιευτικών ομολόγων του δημοσίου που χρεώνεται από τις τράπεζες στους επενδυτές λιανικής δεν είναι τίμημα της αγοράς το οποίο προκύπτει από την αλληλεπίδραση προσφοράς και ζήτησης υπηρεσιών τοποθέτησης λιανικής, αλλά ορίζεται με μονομερή πράξη μέσω της έκδοσης ενός κρατικού κανονισμού με ισχύ νόμου. Η προμήθεια αυτή δεν είναι δυνατόν συνεπώς να αντιστοιχεί στο επίπεδο που ορίζει η αγορά για την αμοιβή για τις υπηρεσίες τοποθέτησης στην ιταλική αγορά⁽⁶³⁾.
- (149) Η Επιτροπή φρονεί ότι τα συγκρίσιμα προϊόντα που εντόπισε ο εμπειρογνώμονας απαντούν στις απορίες της ABI αφού i) τα τραπεζικά ομόλογα εκδίδονται από χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και είναι επομένως τα πλέον κατάλληλα συγκρίσιμα προϊόντα με τα BFP που εκδίδονται από το CDP· ii) τα ομόλογα του δημοσίου και τα τραπεζικά ομόλογα με ίσο βαθμό απόδοσης παρουσιάζουν το ίδιο προφίλ κινδύνου· iii) όχι τα δομημένα τραπεζικά ομόλογα, αλλά τα ομόλογα «plain vanilla» θεωρούνται συγκρίσιμα με τα κανονικά και τα προθεσμιακά BFP.

VIII.2.4. Συμπέρασμα

- (150) Ως εκ τούτου, η Επιτροπή θεωρεί συναφή, για τους σκοπούς της παρούσας απόφασης, τα παρόμοια προϊόντα που εντόπισε ο εμπειρογνώμονας, δηλαδή, κατά πρώτο λόγο, τα τραπεζικά ομόλογα και, ακολούθως, τα αμοιβαία κεφάλαια επενδύσεων με ανάλογα χαρακτηριστικά.

⁽⁶¹⁾ Σύμφωνα με ένα ευρείας χρήσης γλωσσάριο χρηματοοικονομικών όρων του Διαδικτύου (InvestorWords.com) ως «structured note» (δομημένο ομόλογο) νοείται «ένα χρεόγραφο με ένα ή περισσότερα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά, όπως είναι η πραγματοποίηση πληρωμών βάσει ενός υφιστάμενου δείκτη. Για παράδειγμα, ένα δομημένο ομόλογο είναι ένας ομολογιακός τίτλος, ο οποίος, αντί να καταβάλλει τις τυπικές πληρωμές τόκου, θα χρησιμοποιήσει ένα δείκτη, όπως ο S&P 500, για να καθορίσει το ποσό της καταβολής τόκου. Αυτός ο τύπος χρεογράφου είναι περίπλοκος και χρησιμοποιείται κυρίως από εμπειρους και εξειδικευμένους επενδυτές». Ο ΟΟΣΑ λαμβάνει υπόψη τον παρακάτω ορισμό: «τα δομημένα ομόλογα έχουν χαρακτηριστικά τα οποία έχουν σχεδιαστεί ώστε να προσελκύουν ορισμένο τύπο επενδυτή ή/και να επωφεληθούν από ιδιαίτερες συνθήκες της αγοράς. Εντούτοις, η κατασκευή ομολόγων προκειμένου να είναι ελκυστικά για ορισμένο τύπο επενδυτών ενέχει τον κίνδυνο της απώλειας ρευστότητας σε περίπτωση που η αγορά κινηθεί κατά τρόπο που να καθιστά πλέον μη ελκυστικά τα δομημένα χαρακτηριστικά της έκδοσης. Συνήθως, τα δομημένα χαρακτηριστικά επιτυγχάνονται μέσω της χρήσης παραγώγων τίτλων — για παράδειγμα, ένα ομόλογο συνδεδεμένο με πίστωση είναι ένας ομολογιακός τίτλος με ενσωματωμένο πιστωτικό παράγωγο τίτλο».

⁽⁶²⁾ Η επίσημανση της Τράπεζας της Ιταλίας σχετικά με τον ορισμό των δομημένων τίτλων δεν αλλάζει στο ελάχιστο τη θέση αυτή. Η Επιτροπή υποστηρίζει ότι το πραγματικό πρόβλημα δεν είναι θέμα ορολογίας, δεν αφορά, δηλαδή, την επιλογή του σωστού επιπέδου για ένα δεδομένο ουσιαστικό, αλλά ουσιώδους φύσης καθώς πρόκειται για τον εντοπισμό ενός προϊόντος απόλυτα συγκρίσιμου με ένα συγκεκριμένο χρηματοπιστωτικό προϊόν. Ακόμα κι αν δεχτούμε ότι τα BFP είναι δομημένα ομόλογα, θα έπρεπε να αντιπαρατεθούν με δομημένα ομόλογα με τα ίδια χαρακτηριστικά, δηλαδή που να περιλαμβάνουν δικαίωμα πώλησης αμερικανικού τύπου για τον επενδυτή, και τίποτε άλλο.

⁽⁶³⁾ Ακόμη κι αν υποθέσουμε ότι τα έντοκα γραμμάτια του δημοσίου αποτελούν, κατ' αντιστοιχία με τα τραπεζικά ομόλογα, τα πλέον συγκρίσιμα προϊόντα με τα BFP, αυτό δεν θα τροποποιούσε, σύμφωνα με τον εμπειρογνώμονα, την εμπειρική εκτίμηση της αμοιβής που ορίζει η αγορά για τη διάθεση των BFP. Η Επιτροπή συμφωνεί με τον εμπειρογνώμονα.

VIII.3. Εκτιμώμενες αμοιβές της αγοράς για τα BFP

VIII.3.1. Μεθοδολογία για την εκτίμηση της αμοιβής της αγοράς

a) BFP

(151) Η Επιτροπή θεωρεί ότι η μεθοδολογία που ακολούθησε και οι υπολογισμοί που πραγματοποίησε ο εμπειρογνώμονας για τις ίσες *upfront* προμήθειες για τα BFP είναι κατάλληλοι. Ειδικότερα,

- η κατανομή της αμοιβής σε σχέση με τη φύση των προμηθειών (ετήσια, *upfront*, άλλη) είναι σωστή,
- η προβλεπόμενη διάρκεια, ο υπολογισμός της πραγματικής αξίας και το ποσοστό έκπτωσης για όλα τα προϊόντα όπως τα υποδεικνύει ο εμπειρογνώμονας βασίζονται σε εύλογες υποθέσεις.

(152) Ως εκ τούτου, οι *upfront* προμήθειες που ορίζονται από τον εμπειρογνώμονα είναι σωστές.

β) Συγκρίσιμα προϊόντα

(153) Η Επιτροπή λαμβάνει υπόψη την περιορισμένη διαθεσιμότητα δεδομένων και συμφωνεί με τη δήλωση του εμπειρογνώμονα ότι, βάσει της οικονομικής βιβλιογραφίας και των ερευνών της αγοράς, δεν υπάρχουν χρηματοπιστωτικά προϊόντα που να είναι απόλυτα συγκρίσιμα με τα BFP, λαμβάνοντας υπόψη όλους τους συναφείς παράγοντες. Η Επιτροπή θεωρεί ότι τα πολυάριθμα στοιχεία που συνέλεξε και χρησιμοποίησε ο εμπειρογνώμονας είναι ποιοτικά και ποσοτικά⁽⁶⁴⁾ κατάλληλα για τους σκοπούς της παρούσας απόφασης.

(154) Επίσης, η Επιτροπή θεωρεί ότι ένα συμπέρασμα σχετικά με ολόκληρη την περίοδο (2000-2006, βάσει επιτόπιων συνεντεύξεων του εμπειρογνώμονα, αποδεικνύει ότι ο όγκος των προμηθειών τοποθέτησης δεν υπέστη αισθητές διακυμάνσεις από το 2000 και μετά (μάλιστα, μερικές απαντήσεις υποστήριξαν ότι είχε υποστεί μείωση). Επιπλέον, οι διαπραγματεύσεις μεταξύ των μερών οδήγησαν σε σημαντικά διαφορετικές αμοιβές τα διαφορετικά χρόνια (για παράδειγμα, η ετήσια προμήθεια διαχείρισης μειώθηκε τόσο σε ποσοστό όσο και σε όγκο). Η Επιτροπή είναι της άποψης ότι η αμοιβή πρέπει να αποτελεί αντικείμενο διαπραγμάτευσης με πολυετή προοπτική. Έτσι, η ανάπτυξη ολόκληρης της αιτιολογικής σκέψης για μια πολυετή περίοδο είναι σημαντική.

(155) Επίσης, η Επιτροπή συμφωνεί με τον εμπειρογνώμονα ότι, για μια διαφορετική δομή αμοιβής για τα BFP και για όλα τα συγκρίσιμα χρηματοπιστωτικά προϊόντα, είναι απαραίτητο το ποσοστό αμοιβής για την τοποθέτηση των διαφορετικών προϊόντων να εκφράζεται με ομοιογενείς όρους. Έτσι, παρόλο που για τα τραπεζικά ομόλογα ισχύουν μόνο οι προμήθειες τοποθέτησης, η Επιτροπή θεωρεί ότι είναι σωστό να υπολογίζονται ίσες *upfront* προμήθειες και για τα αμοιβαία κεφάλαια επενδύσεων.

(156) Η Επιτροπή υποστηρίζει επίσης ότι και η ανάλυση παλινδρόμησης που βασίζεται στο δείγμα τραπεζικών ομολόγων αποτελεί, γενικά, την καλύτερη μέθοδο για τον καθορισμό της αμοιβής της αγοράς για την τοποθέτηση των BFP. Συμφωνεί εξάλλου με την άποψη του εμπειρογνώμονα, ο οποίος θεωρεί ότι οι περιγραφικές στατιστικές για τα αμοιβαία κεφάλαια, τα οποία τόσο η ABI όσο και το Ιταλικό κράτος θεωρούν συγκρίσιμα προϊόντα, μπορούν να χρησιμοποιηθούν στην εξαγωγή χρήσιμων συμπερασμάτων. Ως εκ τούτου, οι μέσες/αναμενόμενες τιμές που υπολόγισε ο εμπειρογνώμονας είναι αποδεκτές από την Επιτροπή.

⁽⁶⁴⁾ Ο εμπειρογνώμονας συνέλεξε σημαντικό όγκο ενημερωτικών δελτίων σχετικά με τραπεζικά ομόλογα εισηγμένα στην TLX, δεύτερη ρυθμισμένη αγορά τίτλων της Ιταλίας μετά την Borsa Italiana (ιταλικό χρηματιστήριο), η οποία τελεί υπό τη διαχείριση της TSX SpA Αυτό σημαίνει ότι συμβουλευτήκε τους διαδικτυακούς τόπους των μεγαλύτερων ιταλικών τραπεζών: Mediobanca, Intesa San Paolo, Unicredit, UBI Banca, Banca Carige, Cassa di Risparmio di Pistoia, Banca Popolare di Verona, Banca Antonveneta, Banca Popolare di Milano, Banca delle Marche, Banca IMI, Mediocredito del Friuli Venezia Giulia, Cassa di Risparmio di Parma e Piacenza, Banca Popolare di Vicenza, Monte dei Paschi di Siena, συμπεριλαμβανομένου του διαδικτυακού τόπου των Poste Italiane. Στη βάση δεδομένων συμπεριέλαβε όλες τις εκδόσεις ομολόγων που εκφράζονται σε ευρώ, στα ενημερωτικά δελτία των οποίων εμφανιζόταν η προμήθεια τοποθέτησης. Το σύνολο δεδομένων περιλαμβάνει συνολικά 511 εκδόσεις ομολόγων τα οποία τοποθετήθηκαν στην ιταλική αγορά. Δεδομένου ότι η υποχρέωση κοινοποίησης των προμηθειών τοποθέτησης εισήχθη μόλις πρόσφατα (από την αποκαλούμενη «Οδηγία περί ενημερωτικών δελτίων», η οποία εισήχθη τον Μάρτιο 2006 με έναρξη ισχύος από τον Νοέμβριο 2006), η βάση δεδομένων αποτελείται κυρίως από ομόλογα που εκδόθηκαν μετά το 2006. Παρ' όλα αυτά, ο εμπειρογνώμων μπόρεσε να εντοπίσει τις προμήθειες τοποθέτησης 162 τραπεζικών ομολόγων, τα οποία εκδόθηκαν πριν από το 2006. Συνολικά, το σύνολο δεδομένων συμπεριλαμβάνει τις εκδόσεις 42 εκδοτών, οι οποίες τοποθετήθηκαν μέσω 28 τραπεζικών δικτύων. Ο εμπειρογνώμων διεξήγαγε επίσης μια σειρά επιτόπιων συνεντεύξεων, με στόχο να ενημερωθεί για τους σχετικούς παράγοντες που καθορίζουν τις προμήθειες τοποθέτησης.

- (157) Εντούτοις, προέκυψε μια τεχνική διαφορά μεταξύ της Επιτροπής και του εμπειρογνώμονα, όσον αφορά τις κλίμακες τιμών (τυπικό σφάλμα/τυπική απόκλιση) που ισχύουν για τις αναμενόμενες τιμές, προκειμένου να διαπιστωθεί αν οι αμοιβές είναι σύμφωνες με την αγορά. Η Επιτροπή δεν θεωρεί ότι πρέπει να εμβαδύνει στο ερώτημα, δεδομένου ότι οι κλίμακες τιμών δεν είναι απαραίτητες για την αξιολόγηση.

VIII.3.2. Ανάλυση της ε την αγορά

- (158) Η ανάλυση επιβάλλει την αξιολόγηση της την αγορά των παρακάτω προϊόντων για την περίοδο αναφοράς.

Πίνακας 15

Περίοδος εγγραφής για τους διάφορους τύπους BFP

Τύπος BFP	Λυτή μορφή	Έντυπη μορφή
Κανονικά BFP	2003-2006	2000-2006
Προθεσμιακά BFP	χωρίς δυνατότητα εγγραφής	2000-2002
BFP 18 μηνών	2005-2006	2005-2006
BFP με τιμαριθμική ρήτρα: εξαγοράς μετοχών (<i>equity linked</i>)	2003-2006	χωρίς δυνατότητα εγγραφής
BFP με τιμαριθμική ρήτρα: τιμαριθμοποιημένα (<i>inflation linked</i>)	2006	χωρίς δυνατότητα εγγραφής

α) Άυλα BFP

- (159) Όσον αφορά τα άυλα BFP, από τη σύγκριση των τιμών των πινάκων 9 και 10 προέκυψαν τα παρακάτω:

- κανονικά BFP: κατά την περίοδο αναφοράς η ίση *upfront* των BFP είναι 2,64 %, ενώ η ελάχιστη εκτιμώμενη τιμή είναι 3,05 %. Επομένως, η αμοιβή είναι σύμφωνη με την αγορά,
- BFP 18 μηνών: κατά την περίοδο αναφοράς η ίση *upfront* των BFP είναι 0,65 %, ενώ η αναμενόμενη τιμή είναι 0,63 %. Η αμοιβή των BFP είναι τόσο κοντά στην αναμενόμενη τιμή, ώστε η Επιτροπή μπορεί εύλογα να εξάγει το συμπέρασμα ότι είναι σύμφωνη με την αγορά ⁽⁶⁵⁾. Επιπλέον, η Επιτροπή υποστηρίζει, όπως ακριβώς αποδεικνύει ο εμπειρογνώμων, ότι το πλέον συγκρίσιμο τραπεζικό προϊόν είναι το πιστοποιητικό καταθέσεων. Παρ' όλη τη σύνθεση του δείγματος των πιστοποιητικών καταθέσεων — τίτλοι για τους οποίους δεν ισχύει *upfront* προμήθεια, και για τους οποίους καταβάλλονται ετήσιες προμήθειες της τάξης του 0,60 % — η Επιτροπή είναι της άποψης ότι, για τους σκοπούς της παρούσας απόφασης, μπορεί να επιβεβαιωθεί η προμήθεια τοποθέτησης. Αν υπολογιστεί η πραγματική τιμή για το 2005 και το 2006 μιας ετήσιας αμοιβής 0,60 % για έναν τίτλο 18 μηνών ⁽⁶⁶⁾ προκύπτει *upfront* προμήθεια ίση με 0,863 %, η οποία είναι ανώτερη από την εκτιμώμενη τιμή της *upfront* προμήθειας για τα 18μηνα BFP. Επομένως, η αμοιβή είναι σύμφωνη με την αγορά ⁽⁶⁷⁾,
- BFP συνδεδεμένα με χρηματιστηριακό δείκτη (*index linked*): κατά την περίοδο αναφοράς, η αντίστοιχη *upfront* για τα BFP είναι 2,64 %. Εντούτοις, δεδομένης της μικρής ερμηνευτικής αξίας της ανάλυσης παλινδρόμησης σχετικά με το δείγμα δομημένων ομολόγων (βλέπε παράγραφος 55), και καθώς τα αμοιβαία κεφάλαια επενδύσεων δεν αποτελούν κατάλληλο συγκρίσιμο προϊόν για τα συνδεδεμένα με χρηματιστηριακό δείκτη BFP, η Επιτροπή συμφωνεί με την ανάλυση του εμπειρογνώμονα, η οποία βασίζεται στα αποτελέσματα των περιγραφικών στατιστικών. Από τις τελευταίες προκύπτουν τα εξής:

⁽⁶⁵⁾ Επιπλέον, ακόμη κι αν η τυπική απόκλιση που υπολόγισε ο εμπειρογνώμων δεν είναι κατάλληλη, είναι σ' αλήθεια πολύ πιθανό η εκτιμώμενη τιμή της αγοράς + 1 σωστό τυπικό σφάλμα να υπερβαίνει την αμοιβή που κατεβλήθη στα PI.

⁽⁶⁶⁾ Έστω ότι μια προμήθεια 0,030 % καταβάλλεται κάθε εξάμηνο.

⁽⁶⁷⁾ με την αγορά είναι η αμοιβή που περιλαμβάνει μέγιστη *upfront* προμήθεια περίπου 0,7 %.

ii) η αμοιβή για τα BFP που αναπροσαρμόζονται βάσει πληθωρισμού μόνο για το έτος αναφοράς (2006) θα είναι χαμηλότερη από τη μέση αμοιβή για τα τραπεζικά ομόλογα που αναπροσαρμόζονται βάσει πληθωρισμού (2,82 % από 42 παρατηρήσεις).

ii) η αμοιβή για τα BFP που αναπροσαρμόζονται βάσει χρηματιστηριακού δείκτη μόνο για την περίοδο αναφοράς (2003-2006) θα είναι χαμηλότερη από τη μέση αμοιβή για τα τραπεζικά ομόλογα που αναπροσαρμόζονται βάσει χρηματιστηριακού δείκτη (3,10 % από 109 παρατηρήσεις).

Επομένως, η αμοιβή είναι σύμφωνη με την αγορά.

β) Έντυπα BFP 18 μηνών

(160) Η αμοιβή για τα έντυπα BFP 18 μηνών ανέρχεται στο ίδιο ποσοστό με τα άυλα ομόλογα (καθώς δεν προβλέπεται καμία ετήσια προμήθεια διαχείρισης για αυτό τον τύπο BFP). Και για αυτά τα αποταμιευτικά γραμμάτια ισχύει το συμπέρασμα της την αγορά.

γ) Κανονικά BFP και προθεσμιακά έντυπα BFP

(161) Το μόνο που απομένει είναι να βεβαιωθεί αν οι αμοιβές που κατεβλήθησαν για τα κανονικά έντυπα BFP για την περίοδο 2000-2006 και για τα προθεσμιακά έντυπα BFP για την περίοδο 2000-2002 είναι σύμφωνα με την αγορά.

(162) Η Επιτροπή διαπιστώνει ότι ο εμπειρογνώμων συγκρίνει τα έντυπα BFP και με άυλους συγκρίσιμους τίτλους, καθώς δεν μπόρεσε να εντοπίσει μεταξύ των προϊόντων που κυκλοφορούν στην αγορά κατάλληλα συγκρίσιμα προϊόντα σε έντυπη μορφή.

(163) Η Επιτροπή υποστηρίζει ότι οι συγκεκριμένες δραστηριότητες που πραγματοποιούν τα PI στην περίπτωση των έντυπων αποταμιευτικών ομολόγων διαφέρουν από την απλή παραγωγή έντυπων τίτλων, για τους οποίους χρεώνεται συγκεκριμένη προμήθεια (βλέπε αιτιολογικές σκέψεις 129-131).

(164) Είναι σημαντικό να υπογραμμιστεί στο σημείο αυτό ότι η διαφορά μεταξύ των συνολικών προμηθειών των έντυπων και άυλων BFP οφείλεται μόνο στο μερίδιο, εντός της προμήθειας, το οποίο αντιστοιχεί στη διαχείριση ⁽⁶⁸⁾.

(165) Τα PI πραγματοποιούν συγκεκριμένες δραστηριότητες σε σχέση με τα αποθέματα έντυπων BFP. Μάλιστα, είναι δυνατή η «απόκτηση» κανονικών έντυπων BFP από οποιοδήποτε ιταλικό ταχυδρομείο και ανά πάσα στιγμή: ο οποιοσδήποτε μπορεί να εισέλθει σε ένα ταχυδρομείο και να προσκομίσει ένα έγγραφο που να αποδεικνύει την ταυτότητά του, καθώς και το ποσό που επιθυμεί να επενδύσει σε BFP τοις μετρητοίς. Έτσι, δεν είναι απαραίτητο να είναι κάποιος δικαιούχος ενός τρεχούμενου λογαριασμού ταχυδρομικού ταμιευτηρίου, καθώς μπορεί να αγοράσει τα έντυπα BFP τοις μετρητοίς. Ο υπάλληλος θα ζητήσει από τον ενδιαφερόμενο να συμπληρώσει ορισμένα έντυπα, θα βάλει το όνομά του επάνω στα πιστοποιητικά και θα παραδώσει στον ενδιαφερόμενο αυτούσια τα αποταμιευτικά ομόλογα. Το ίδιο συμβαίνει και κατά τη στιγμή της εξαγοράς των έντυπων BFP. Για τη διαχείριση αυτών των διαδικασιών απαιτούνται οργανωτικές προσπάθειες, οι οποίες δεν είναι απαραίτητες στην περίπτωση των άυλων BFP και των τραπεζικών ομολόγων, ή στοιχίζουν λιγότερο.

(166) Έτσι, καθώς φαίνεται ότι δικαιολογείται η μεγαλύτερη αμοιβή για το ετήσιο απόθεμα έντυπων BFP λόγω των συγκεκριμένων δραστηριοτήτων τις οποίες πραγματοποιούν τα PI για τα έντυπα αποταμιευτικά ομόλογα, η σύγκριση των εκτιμώμενων συνολικών *μητροπ* προμηθειών των κανονικών έντυπων BFP και των τραπεζικών ομολόγων θα απέβανε αναπόφευκτα σε βάρος των PI και το συμπέρασμα της αμοιβής για την τοποθέτηση των BFP με την αγορά θα έπρεπε να βασιστεί κυρίως σε δεδομένα που αφορούν τα άυλα BFP.

⁽⁶⁸⁾ Εντός της προμήθειας, το μερίδιο που αφορά την εγγραφή είναι το ίδιο για τα έντυπα και για τα άυλα BFP.

- (167) Η Επιτροπή συμφωνεί με τον εμπειρογνώμονα ότι τα ΠΙ ασκούν ειδικές δραστηριότητες σε σχέση με τα έντυπα BFP, οι οποίες υπερβαίνουν την αμοιβή για την πραγματική παραγωγή έντυπων αποταμιευτικών ομολόγων⁽⁶⁹⁾. Η εν λόγω πρόσθετη δραστηριότητα δικαιολογεί τις αυξημένες ετήσιες προμήθειες. Κατά μέσο όρο, κατά την περίοδο αναφοράς, η ετήσια αμοιβή που καταβλήθη στα ΠΙ για τις ειδικές πρόσθετες δραστηριότητες διαχείρισης των έντυπων αποταμιευτικών ομολόγων ισούται με σχεδόν 0,14 % επί του αποθέματος των έντυπων BFP (βλέπε πίνακα 4)⁽⁷⁰⁾. Παρότι δεν είναι δυνατό να υπολογισθούν επακριβώς οι δαπάνες που πραγματοποιήθηκαν για τη διαχείριση των έντυπων αποταμιευτικών ομολόγων, η Επιτροπή κρίνει ότι η μεγαλύτερη αμοιβή που εντοπίστηκε παραπάνω δεν είναι υπερβολική αν ληφθεί υπόψη η εργασία και οι οργανωτικές προσπάθειες που απαιτούνται για τη διαχείριση των έντυπων αποταμιευτικών ομολόγων (όπως εξηγείται στην αιτιολογική σκέψη 166). Το 2006 οι προμήθειες διαχείρισης που καταβλήθηκαν στα ΠΙ ανήλθαν περίπου στα 7 126 ευρώ ανά ταχυδρομικό γραφείο. Το 2000-2001, όταν τα μέρη διαπραγματεύθηκαν συγκεκριμένους ποσοτικούς στόχους⁽⁷¹⁾, οι προμήθειες διαχείρισης που είχαν καταβληθεί στα ΠΙ ανήλθαν, αντίστοιχα, σε 18 064 και σε 14 231 ευρώ ανά ταχυδρομικό γραφείο⁽⁷²⁾. Η Επιτροπή κρίνει ότι αυτά τα επίπεδα προμηθειών είναι ανάλογα με τις δραστηριότητες διαχείρισης των έντυπων αποταμιευτικών ομολόγων και σύμφωνα με την αγορά. Η Επιτροπή διαπιστώνει επίσης ότι και η τάση των εν λόγω ετήσιων αμοιβών είναι φθίνουσα και ότι ο όγκος των έντυπων αποταμιευτικών ομολόγων θα μειωθεί με την πάροδο του χρόνου.
- (168) Όσον αφορά τα προθεσμιακά BFP — τα οποία δεν υπήρχαν σε άυλη μορφή — η Επιτροπή υπολόγισε τις προμήθειες που καταβλήθηκαν στα ΠΙ αποκλείοντας την αμοιβή για τις δραστηριότητες διαχείρισης. Την περίοδο 2000-2002 η τιμή που προέκυψε (1,72 % κατά μέσο όρο, σύμφωνα με μια συντηρητική προσέγγιση⁽⁷³⁾) είναι μικρότερη τόσο από την ελάχιστη αναμενόμενη τιμή της αμοιβής (1,76 % — βλέπε πίνακα 10), όσο και από διάφορες εκτιμώμενες αμοιβές για τα προθεσμιακά BFP, λαμβάνοντας υπόψη τις τιμολογιακές πολιτικές διάφορων διανομέων (βλέπε πίνακα 11, Β). Έτσι, η Επιτροπή μπορεί να καταλήξει στο συμπέρασμα ότι η αμοιβή για τα έντυπα προθεσμιακά BFP ήταν σύμφωνη με την αγορά.
- (169) Βάσει των παραπάνω, συμπεραίνουμε ότι η αμοιβή για την τοποθέτηση των έντυπων κανονικών BFP και των έντυπων προθεσμιακών BFP είναι σύμφωνη με την αγορά.
- (170) Η Επιτροπή καταλήγει λοιπόν στο συμπέρασμα ότι οι αμοιβές που καταβλήθηκαν για την τοποθέτηση όλων των έντυπων BFP την περίοδο 2000-2006 είναι σύμφωνες με την αγορά.

Εναλλακτική μέθοδος

- (171) Εναλλακτικά, σε αυτή τη συγκεκριμένη περίπτωση η Επιτροπή θα μπορούσε να είχε διαπιστώσει ότι οι προμήθειες που καταβλήθηκαν στα ΠΙ είναι σύμφωνες με την αγορά ακόμη κι όταν είναι μικρότερες από την αναμενόμενη μέγιστη τιμή.
- (172) Από τον πίνακα 10 προκύπτει επομένως ότι η αμοιβή για τα έντυπα κανονικά και προθεσμιακά BFP είναι σύμφωνη με την αγορά· μάλιστα, η μέγιστη αναμενόμενη τιμή για τα έντυπα κανονικά BFP ισούται με 4,54 % (μέγιστη εκτιμώμενη τιμή), ενώ η μέγιστη προμήθεια για την περίοδο 2000-2006 είναι 3,07 %. Οι αντίστοιχες τιμές για τα έντυπα προθεσμιακά BFP είναι 3,34 % και 3,09 %.

VIII.3.3. Ειδικές παρατηρήσεις

α) Μεθοδολογία της μεταβλητής ετήσιας αμοιβής

- (173) Η Επιτροπή θα είχε οδηγηθεί στα ίδια συμπεράσματα ακόμη κι αν είχε ακολουθήσει τη μέθοδο της μεταβλητής ετήσιας αμοιβής.

⁽⁶⁹⁾ Οι πρόσθετες άμεσες δαπάνες που χρεώνονται για την παραγωγή έντυπων ομολόγων αμείβονται χωριστά — βλέπε ενότητα VIII.3.3.β της παρούσας απόφασης.

⁽⁷⁰⁾ Το γεγονός ότι οι προμήθειες διαχείρισης δεν υπολογίζονται με τον ίδιο τρόπο για την περίοδο 2000-2006 δεν τροποποιεί την αξιολόγηση της Επιτροπής.

⁽⁷¹⁾ Η Επιτροπή εκφράζει εξάλλου ικανοποίηση για τη δοκιμή ανθεκτικότητας που πραγματοποίησε ο ειδικός σχετικά με τα ποσά που καταβλήθηκαν το 2001 και το 2002 για τις ειδικές δραστηριότητες, και όχι μόνο για την απλή τοποθέτηση των BFP.

⁽⁷²⁾ Τα ταχυδρομικά γραφεία ήταν 13 950 το 2000 και 13 787 το 2001 (πηγή: ισολογισμοί των ΠΙ).

⁽⁷³⁾ Η προμήθεια διαχείρισης η οποία χρησιμοποιήθηκε για τον υπολογισμό ισούται με 0,13 %, δηλαδή με τη χαμηλότερη προμήθεια διαχείρισης που καταβλήθη στα ΠΙ την περίοδο 2000-2002, και δεν μπορεί να θεωρηθεί υπερβολική. Το προεξοφλητικό επιτόκιο που εφάρμοσε η Επιτροπή σε αυτή την περίπτωση είναι το μέσο ετήσιο προεξοφλητικό επιτόκιο 5 ετών. Μια εναλλακτική μέθοδος είναι η χρήση των πραγματικών προμηθειών διαχείρισης που καταβλήθηκαν κάθε χρόνο στα ΠΙ για ολόκληρη τη διάρκεια ισχύος των προθεσμιακών αποταμιευτικών ομολόγων. Η μέθοδος αυτή μπορεί να οδηγήσει με ακόμη περισσότερη σαφήνεια στο συμπέρασμα ότι οι προμήθειες για τα έντυπα προθεσμιακά BFP είναι με την αγορά.

- (174) Πρόκειται για μια μέθοδο, η οποία είναι αποδεκτή εφόσον η Επιτροπή ξεκινά από την προϋπόθεση ότι στις ετήσιες διαπραγματεύσεις μεταξύ PI και CDP ελήφθη υπόψη ο μεταβλητός χαρακτήρας των ετήσιων προμηθειών.
- (175) Η Επιτροπή, χρησιμοποιώντας αυτή την προσέγγιση, θα είχε οδηγηθεί σε ακόμη πιο ακριβή συμπεράσματα σχετικά με την αγορά.

β) Αμοιβή για την παραγωγή έντυπων BFP

- (176) Σύμφωνα με τις παρατηρήσεις του εμπειρογνώμονα, μπορεί να δηλωθεί με απόλυτη βεβαιότητα ότι μόνο τα BFP κυκλοφορούν σε έντυπη μορφή, με εξαίρεση τα μερίδια των αμοιβαίων κεφαλαίων επενδύσεων για τα οποία η μορφή αυτή είναι ακόμη αποδεκτή διά νόμου. Η ίδια η ABI παραδέχεται ότι οι χρηματοπιστωτικές αγορές χρησιμοποιούν σήμερα σχεδόν αποκλειστικά άυλα προϊόντα. Επιπλέον, η ABI δεν παρουσιάζει κανένα επιχειρημα ή στοιχείο για να βεβαιώσει ότι αυτή η τελευταία αμοιβή είναι σύμφωνη με την αγορά, ούτε και αμφισβητεί τον υπολογισμό της αμοιβής για την παραγωγή έντυπων αποταμιευτικών ομολόγων βάσει της σύγκρισης με τα έντυπα πιστοποιητικά τα οποία αντιστοιχούν στα μερίδια των αμοιβαίων κεφαλαίων επενδύσεων. Η Επιτροπή έτσι συμφωνεί με το σχετικό συμπέρασμα του εμπειρογνώμονα (βλέπε αιτιολογικές σκέψεις 129-131).

VIII.4. Απάντηση στις υπόλοιπες παρατηρήσεις του ιταλικού κράτους και της ABI

VIII.4.1. Ιταλικό κράτος

- (177) Όσον αφορά τα επιχειρήματα που προέβαλε το ιταλικό κράτος αναφορικά με την την αγορά του περιθωρίου κέρδους για τις υπηρεσίες τοποθέτησης των BFP (αιτιολογικές σκέψεις 85-88), η Επιτροπή επισημαίνει ότι το επίπεδο απόδοσης, όπως προσομοιώνεται από το ιταλικό κράτος δεν φαίνεται να αρκεί για να αποδείξει την την αγορά των προμηθειών τοποθέτησης των BFP, καθώς, όπως αναγνωρίζουν οι ίδιες οι ιταλικές αρχές, αφού τα PI δεν διαθέτουν ξεχωριστά λογιστικά στοιχεία για τα επιμέρους χρηματοπιστωτικά προϊόντα, δεν είναι δυνατό, για τους σκοπούς της παρούσας απόφασης, να συγκεντρωθούν αξιόπιστες πληροφορίες σχετικά με τις δαπάνες και τα κέρδη που δημιούργησαν τα BFP.
- (178) Η σύγκριση του συνολικού περιθωρίου κέρδους των PI/Bancorosta και του περιθωρίου κέρδους του συνόλου των αντίστοιχων υπηρεσιών που παρέχονται από το τραπεζικό σύστημα προκύπτει ακόμη περισσότερο ανακριβής.
- (179) Η Επιτροπή κρίνει επομένως ότι, βάσει αυτού του επιχειρήματος, δεν είναι δυνατό να εξαχθεί κανένα συμπέρασμα σχετικά με την αγορά των προμηθειών τοποθέτησης των BFP, καθώς αυτές αφορούν μόνο μία από τις υπηρεσίες της Bancorosta και η σύγκριση γίνεται με μη συγκρίσιμες δραστηριότητες και προϊόντα του τραπεζικού συστήματος.
- (180) Όσον αφορά τη σύγκριση μεταξύ των δομών προμηθειών των BFP και των βιβλιαρίων ταχυδρομικού ταμιευτηρίου και τον καθορισμό της αμοιβής των BFP, η οποία θεωρείται ότι είναι συμβατή με την αγορά στη μέση διάρκεια ζωής του χρεογράφου, όπως επικαλέσθηκαν οι ιταλικές αρχές (αιτιολογική σκέψη 82), η Επιτροπή κρίνει ότι η υπόθεση της γραμμικής επίδρασης της διάρκειας στις προμήθειες τοποθέτησης είναι, σε σχέση με τις αναλύσεις του εμπειρογνώμονα, υπερβολικά απλουστευτική. Εξάλλου, είναι πιο σωστό να συγκριθούν τα BFP με χρηματοπιστωτικούς τίτλους που εκδίδουν φορείς της αγοράς.

VIII.4.2. ABI

- (181) Η ABI δηλώνει ότι το εσωτερικό ποσοστό απόδοσης για έναν τίτλο του δημοσίου είναι πάντοτε μικρότερο σε σχέση με το ποσοστό ενός εταιρικού τίτλου ίσου βαθμού απόδοσης και ότι αυτό οφείλεται στο διαφορετικό προφίλ κινδύνου ακόμα και για χρηματοπιστωτικούς τίτλους ίδιας κατηγορίας βαθμού απόδοσης· αντίθετα, η Επιτροπή υποστηρίζει ότι η διαφορά αυτή εξαρτάται μάλλον από τη διαφορά των δικτύων τοποθέτησης (δίκτυα λιανικής έναντι θεσμικών δικτύων) παρά από το προφίλ κινδύνου.

VIII.5. Λογιστικός διαχωρισμός

- (182) Σύμφωνα με το Κοινοτικό πλαίσιο για τις κρατικές ενισχύσεις υπό μορφή αντιστάθμισης για την παροχή δημόσιας υπηρεσίας⁽⁷⁴⁾, όταν σε μια εταιρεία ανατίθεται η παροχή περισσότερων υπηρεσιών γενικού οικονομικού συμφέροντος, οι εσωτερικές λογιστικές διαδικασίες της εταιρείας πρέπει να καθιστούν δυνατή την εγγύηση απουσίας υπεραντιστάθμισης στο επίπεδο κάθε υπηρεσίας γενικού οικονομικού συμφέροντος.
- (183) Από τις πληροφορίες που παρέσχε το ιταλικό κράτος προκύπτει ότι τα PI δεν διαθέτουν στην εσωτερική λογιστική τους οργάνωση σωστό διαχωρισμό των εσόδων/εξόδων που σχετίζονται με την υπηρεσία γενικού οικονομικού συμφέροντος για το ταχυδρομικό ταμειούχιο και για τα έσοδα/έξοδα των υπόλοιπων δραστηριοτήτων τους.
- (184) Έτσι, η Επιτροπή υπενθυμίζει ότι το ιταλικό κράτος υποχρεούται να εκπληρώσει τη σχετική υποχρέωση.

IX. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

- (185) Η αμοιβή της αγοράς που κατεβλήθη από το ιταλικό κράτος στα Poste Italiane για την τοποθέτηση των BFP αποτελεί κατάλληλη εκτίμηση του επιπέδου των δαπανών που θα έπρεπε να πραγματοποιήσει μια κανονική επιχείρηση, η οποία αποτελεί αντικείμενο αποτελεσματικής διαχείρισης, προκειμένου να εκπληρώσει τις εν λόγω υποχρεώσεις, λαμβάνοντας υπόψη τις σχετικές εισπράξεις, καθώς και ένα εύλογο περιθώριο κέρδους για την εκπλήρωσή τους.
- (186) Εν κατακλείδι, από την έναρξη της παροχής της υπηρεσίας γενικού οικονομικού συμφέροντος το 2004 τηρήθηκαν τα τέσσερα κριτήρια της απόφασης *Altmark*. Οι αμοιβές που κατεβλήθηκαν στα PI για την τοποθέτηση των BFP από το 2004 ως το 2006 δεν συνιστούν κρατική ενίσχυση.
- (187) Την περίοδο πριν από την παροχή στα PI και στο CDP της υπηρεσίας γενικού οικονομικού συμφέροντος, οι αμοιβές που κατεβλήθηκαν στα PI για την τοποθέτηση των BFP ήταν σύμφωνες με την αγορά. Καθώς δεν υπήρχε πλεονέκτημα για τα PI, ούτε και αυτές οι αμοιβές συνιστούν κρατική ενίσχυση.
- (188) Η Επιτροπή θεωρεί ότι οι αμοιβές που κατεβλήθηκαν στα PI για την τοποθέτηση των BFP την περίοδο 2000-2006 δεν συνιστούν κρατική ενίσχυση.

ΑΠΟΦΑΣΙΖΕΙ:

Άρθρο 1

Οι αμοιβές που κατέβαλαν οι ιταλικές κρατικές αρχές στα Poste Italiane για την υπηρεσία της τοποθέτησης των έντοκων ταχυδρομικών γραμματίων (BFP) την περίοδο 2000-2006 δεν συνιστούν κρατική ενίσχυση κατά την έννοια του άρθρου 87, παράγραφος 1, της συνθήκης.

Άρθρο 2

Η παρούσα απόφαση απευθύνεται στην Ιταλική Δημοκρατία.

Βρυξέλλες, 21 Οκτωβρίου 2008.

Για την Επιτροπή
Neelie KROES
Μέλος της Επιτροπής

⁽⁷⁴⁾ ΕΕ C 297 της 29.11.2005, σ. 4.