

## II

(Actes pris en application des traités CE/Euratom dont la publication n'est pas obligatoire)

## DÉCISIONS

## COMMISSION

## DÉCISION DE LA COMMISSION

du 21 octobre 2008

**relative à l'aide d'État C 49/06 (ex NN 65/06) que l'Italie a mise à exécution aux fins de la rémunération versée à Poste Italiane pour la distribution des bons d'épargne de la poste (*buoni fruttiferi postali*)**

[notifiée sous le numéro C(2008) 5585]

(Le texte en langue italienne est le seul faisant foi.)

(Texte présentant de l'intérêt pour l'EEE)

(2009/554/CE)

LA COMMISSION DES COMMUNAUTÉS EUROPÉENNES,

vu le traité instituant la Communauté européenne, et notamment son article 88, paragraphe 2, premier alinéa,

vu l'accord sur l'Espace économique européen, et notamment son article 62, paragraphe 1, lettre a),

après avoir invité les parties intéressées à présenter leurs observations conformément aux dispositions citées<sup>(1)</sup> et vu ces observations,

considérant ce qui suit:

## I. PROCÉDURE

(1) Par lettre datée du 30 décembre 2005 l'Associazione Bancaria Italiana (ABI) a déposé une plainte auprès de la Commission pour une série d'avantages supposés en faveur des activités bancaires de Poste Italiane SpA (PI), exercées au travers de sa division totalement intégrée, Bancoposta.

(2) Selon la plainte, PI bénéficierait d'une surcompensation supposée des coûts pour la distribution des produits d'épargne de la poste au nom et pour le compte de

Cassa Depositi e Prestiti SpA (CDP). Un second avantage résulterait de l'exclusivité accordée au service de distribution qui détournerait la clientèle des produits bancaires analogues.

(3) Par lettre datée du 7 février 2006, la Commission a posé quelques questions, dans le cadre, notamment, de l'épargne de la poste. Après avoir demandé une prorogation du délai de réponse, l'Italie a répondu par lettre datée du 21 avril 2006. La Commission a ensuite demandé d'autres explications par lettre datée du 29 juin 2006, demande à laquelle l'Italie a répondu par lettres datées du 31 juillet et du 9 août 2006.

(4) Le 30 mars 2006, s'est tenue une réunion avec les autorités italiennes et les représentants de PI.

(5) La Commission a demandé des éclaircissements à l'ABI par lettre datée du 20 avril 2006, demande à laquelle l'ABI a répondu par lettre datée du 8 juin 2006.

(6) Par lettre datée du 22 novembre 2006, la Commission a communiqué à l'Italie sa décision d'ouvrir, à l'encontre de la mesure, la procédure prévue à l'article 88, paragraphe 2, du traité CE.

<sup>(1)</sup> JO C 31 du 13.2.2007, p. 11.

- (7) La décision de la Commission d'ouvrir la procédure a été publiée dans le *Journal officiel de l'Union européenne* <sup>(2)</sup>. La Commission a invité les parties intéressées à présenter des observations.
- (8) Les autorités italiennes y ont procédé par lettre datée du 2 février 2007.
- (9) L'ABI a répondu par lettre datée du 13 mars 2007. Par lettre datée du 20 mars 2007, la Commission a transmis les observations de l'ABI aux autorités italiennes en leur donnant la possibilité de répondre. Les observations italiennes sont parvenues par lettre datée du 18 avril 2007.
- (10) Le 20 mars 2007, s'est tenue une réunion entre l'ABI et les services de la Commission.
- (11) Par lettre datée du 23 mars 2007, la Commission a demandé à l'ABI certaines explications que celle-ci a fournies par lettre datée du 18 mai 2007. Par lettre datée du 23 mai 2007, la Commission a transmis les observations de l'ABI aux autorités italiennes, qui ont répondu par lettre datée du 22 juin 2007.
- (12) Le 25 janvier 2008, la Commission a demandé des compléments d'information à l'Italie qui a répondu le 11 mars 2008, le 13 mai 2008 et le 17 juin 2008.
- (13) En janvier 2007, la Commission a lancé un appel d'offres (2007/S 29-034352) portant sur la réalisation d'une étude consacrée à la rémunération de la distribution des *buoni fruttiferi postali*. La Commission ayant décelé des risques de conflit d'intérêt dans le chef de l'un des concurrents, elle a invité par lettre du 29 juin 2007 les autorités italiennes et l'ABI à envoyer des observations à ce sujet, invitation à laquelle l'Italie a répondu par lettre datée du 5 juillet 2007.
- (14) Le 9 novembre 2007, la validité des offres étant parvenue à échéance, la Commission a lancé un nouvel appel d'offres (COMP/2007/D3/23) et le 20 décembre 2007, a conclu le contrat d'étude avec un expert indépendant («l'expert»). Le 21 juin 2008, l'expert a remis à la Commission le rapport final de l'étude.
- (15) CDP, administration de l'État, est devenue une société par actions à la fin de 2003. Depuis, en dépit du transfert de 30 % de ses actions à 65 fondations bancaires <sup>(3)</sup>, CDP reste sous le contrôle de l'État.
- (16) La mission de CDP est de favoriser le développement des investissements publics, des ouvrages d'infrastructure destinés à la prestation des services publics à caractère local et des grands ouvrages d'intérêt national.
- (17) Depuis 2003, l'activité de CDP s'exerce dans deux branches d'entreprise distinctes.
- La première, dénommée «gestion séparée», gère le financement des investissements de l'État, des régions, des collectivités locales, des collectivités publiques et des organismes de droit public. La collecte de l'épargne postale, garantie par l'État, représente la principale source de ce financement.
  - La seconde branche, dénommée «gestion ordinaire» se consacre au financement d'ouvrages, de réseaux et de dotations destinées à la prestation de services publics et aux bonifications. À cet effet, CDP peut recourir aux fonds tirés de l'émission de billets à ordre, d'opérations de crédit et autres opérations financières, sans garantie de l'État.

## II.2. PI

- (18) PI est le prestataire du service postal universel en Italie, obligation <sup>(4)</sup> dont elle s'acquitte conformément à la réglementation nationale <sup>(5)</sup> et aux règlements relatifs au service postal universel. Actuellement, les services financiers ne sont pas compris dans la mission de service d'intérêt économique général confiée à PI.
- (19) Outre qu'elle assure le service postal universel, PI est en mesure de proposer des produits et des services intégrés de communication, logistiques et financiers sur l'ensemble du territoire national. Les données principales figurent dans le tableau suivant <sup>(6)</sup>.

## II. ACTIVITÉS DE CDP ET DE PI/BANCOPOSTA — MARCHÉS CONCERNÉS

### II.1. CDP

- (15) CDP, administration de l'État, est devenue une société par actions à la fin de 2003. Depuis, en dépit du transfert de

<sup>(2)</sup> Voir note 1 de bas de page.

<sup>(3)</sup> En vertu de l'article 5 du décret-loi n° 269, du 30 septembre 2003, converti en loi n° 326, du 24 novembre 2003, les actions de CDP sont attribuées à l'État. En outre, les fondations et autres entités publiques ou privées ne peuvent, globalement, qu'être actionnaires minoritaires de CDP.

<sup>(4)</sup> Le service postal universel comprend la collecte, le transport, le tri et la distribution des envois postaux jusqu'à 2 kg et des colis postaux jusqu'à 20 kg, ainsi que les services relatifs aux envois recommandés et assurés.

<sup>(5)</sup> Décret législatif n° 261, du 22 juillet 1999, publié dans la GU 182 du 5.8.1999, et décret du 17 avril 2000 du ministère des communications, publié dans la GU 102 du 4.5.2000.

<sup>(6)</sup> Source: site web PI; mars 2008.

Tableau 1

**Données économiques relatives aux principales activités de PI**

<b>Année 2006</b>	
Nombre total de salariés (moyenne annuelle)	151 470
Zones territoriales	9
Filiales	140
Bureaux de poste	13 893
<b>Principales données économiques relatives au groupe Poste italienne</b>	
	<i>(millions EUR)</i>
Total des recettes	17 055,6
Recettes des ventes et des prestations	15 932,2
dont:	
— Services postaux	5 339,4
— Services financiers	4 382,5
— Services d'assurance	5 993,6
— Autres services	216,7
Autres recettes	1 123,3
Bénéfice net	675,7
<b>Le secteur postal</b>	
Produits et services	volumes (n. unités)
Correspondance (Courrier ordinaire, prioritaire, recommandé, assuré, actes judiciaires, autre courrier enregistré)	3 522 792 200
Courrier commercial (Postatarget, catalogues, courrier non adressé, etc.)	1 887 699 700
Périodiques (timbres, gadgets, livres, etc.)	1 216 045 800
Communications électroniques (télégrammes, téléfax, télex)	17 442 800
Courrier Express (Poste Italiana et Sda)	46 284 600
Colis	16 052 000
<b>L'épargne postale</b>	
Livrets d'épargne, <i>buoni fruttiferi</i> et comptes courants postaux: montant total	282 408 millions EUR
Assurance-vie: montants souscrits	5 989 millions EUR
Compte Bancoposta: nombre de comptes courants en cours	4 880 000
Carte Postepay: nombre de cartes émises	2 801 000

(20) Selon le bilan de PI, en 2006, l'apport des services postaux a représenté 33,5 % des recettes totales du Groupe. 27,5 % des recettes totales proviennent des services financiers, 37,6 % des services d'assurance. Les services financiers et les services d'assurance ont respectivement contribué à hauteur de 82,0 % et de 18,7 % à la formation du résultat d'exploitation du Groupe PI. Les services postaux ont enregistré une perte d'exploitation de 4 millions d'EUR.

(21) Avant décembre 2003, la totalité du capital de PI était détenue par l'État italien. En décembre 2003, l'État italien a décidé le transfert de 35 % du capital social de PI à CDP. Poste Italiana SpA est elle aussi une entité privée contrôlée par l'État.

#### II.2.1. Services postaux

(22) Selon une étude récente <sup>(7)</sup>, le marché postal italien était relativement ouvert avant la transposition de la première directive postale <sup>(8)</sup>. Des opérateurs autres que PI pouvaient déjà distribuer du courrier publicitaire adressé et du courrier hybride. En outre, certains opérateurs des services postaux locaux distribuait le courrier dans le cadre d'un marché de sous-traitance avec PI. Après la transposition de la directive 97/67/CE sur les services postaux, les services de distribution du courrier hybride ont été inclus dans les services réservés, ce qui a mis fin au marché de sous-traitance. Le courrier transfrontalier entrant et sortant relève totalement du secteur réservé de PI. Depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2003, la seconde directive postale <sup>(9)</sup> qui prévoit l'achèvement du marché intérieur des services postaux avant le 1<sup>er</sup> janvier 2009, limitativement aux produits réservés jusqu'à 100 grammes pour la correspondance et au triple du tarif de base de la poste prioritaire, est transposée dans le droit italien. À partir du 1<sup>er</sup> janvier 2006, la réserve reconnue à PI comprend les envois de correspondance dont le prix représente deux fois et demie le tarif de base du courrier prioritaire et dont le poids maximal est de 50 grammes. En outre, demeurent parmi les services réservés, les prestations de *back-office* et la distribution du courrier en vrac. Le marché des services postaux est aujourd'hui relativement ouvert *de jure*, la distribution de la publicité adressée par correspondance étant désormais libéralisée. Les règles d'accès ne sont pas jugées sévères <sup>(10)</sup>.

(23) Le 19 octobre 2006, la Commission a proposé une nouvelle directive postale pour l'achèvement du marché

intérieur des services postaux de la Communauté. La directive <sup>(11)</sup> est entrée en vigueur le 27 février 2008 et prévoit l'abolition des monopoles légaux dans les services postaux avant le 31 décembre 2010, avec possibilité pour certains États membres de proroger le délai jusqu'au 31 décembre 2012.

#### II.2.2. Services financiers

(24) Le décret du Président de la République n° 144, du 14 mars 2001 réglemente les services de type bancaire et financier que peut fournir PI et qui constituent l'objet des activités de Bancoposta. Ces activités comprennent: collecte de l'épargne dans le public sous toutes ses formes; prestation des services de paiement; change; promotion et placement de crédits accordés par des banques et autres intermédiaires financiers agréés; prestation de certains services d'investissement (négociation pour compte de tiers, placement et collecte d'ordres, à l'exclusion donc de la négociation pour compte propre et de la gestion individuelle de patrimoines). Il est explicitement exclu que PI puisse exercer l'activité de financement.

(25) PI/Bancoposta peut être considérée comme un établissement d'épargne, un intermédiaire financier. Quoique n'étant pas une banque, elle utilise les nombreux bureaux de poste de PI pour y exercer son activité et pour offrir des produits bancaires et d'autres produits financiers.

(26) Les 13 893 guichets postaux, soit en moyenne au moins un par commune, qui font de PI le plus vaste réseau bancaire en Italie, doivent être considérés comme un avantage plutôt que comme une charge: les services financiers de PI couvrent la quasi-totalité des coûts du réseau et ne constitueraient donc pas une charge pour le fournisseur du service universel <sup>(12)</sup>.

(27) Dans un rapport publié en 2004, l'agence de notation Fitch déclare que PI/Bancoposta a les moyens d'atteindre l'ensemble de la population italienne, ce à quoi aucune banque nationale ne pourra parvenir dans un avenir proche <sup>(13)</sup>. L'agence considère en outre que PI a placé le développement des services financiers au cœur de sa stratégie.

(28) PI offre une vaste gamme de services financiers concurrents de ceux du système bancaire:

— services de collecte de l'épargne directe, indirecte et usages connexes;

— services de paiement;

— placement de produits financiers et d'investissement.

<sup>(7)</sup> *Development of competition in the European postal sector*, ECORYS-NEL, juillet 2005.

<sup>(8)</sup> Directive 97/67/CE du Parlement européen et du Conseil du 15 décembre 1997 concernant des règles communes pour le développement du marché intérieur des services postaux de la Communauté et l'amélioration de la qualité du service (JO L 15 du 21.1.1998, p. 14).

<sup>(9)</sup> Directive 2002/39/CE du Parlement européen et du Conseil, du 10 juin 2002, modifiant la directive 97/67/CE en ce qui concerne la poursuite de l'ouverture à la concurrence des services postaux de la Communauté (JO L 176 du 5.7.2002, p. 21).

<sup>(10)</sup> Voir note 7 de bas de page.

<sup>(11)</sup> Directive 2008/6/CE du Parlement européen et du Conseil du 20 février 2008 modifiant la directive 97/67/CE en ce qui concerne l'achèvement du marché intérieur des services postaux de la Communauté (JO L 52 du 27.2.2008, p. 3).

<sup>(12)</sup> Voir l'étude de *PriceWaterhouseCoopers «The Impact on Universal Service of the Full Market Accomplishment of the Postal Internal Market in 2009, Final Report»*, mai 2006.

<sup>(13)</sup> *Fitchratings*, rapport spécial du 9.7.2004, *The European Regulated Mail Sector: Tomorrow's Deliveries*.

(29) Aux fins de la présente décision, les instruments de collecte constituent l'élément le plus important, notamment la collecte de l'épargne postale, car PI recueille des fonds au nom et pour le compte de CDP en plaçant les *buoni fruttiferi postali* et les livrets d'épargne postaux.

(30) Ces dernières années, PI a en outre largement étendu la gamme des instruments de paiement proposés à sa clientèle, en ajoutant aux instruments traditionnels (*bulletins de virement postal* et mandats postaux) des instruments qui jusqu'alors réservés aux banques (cartes de débit et de crédit, virements, services de prélèvement automatique pour le paiement des factures) <sup>(14)</sup>.

(31) Enfin, PI assure le placement des produits financiers et d'investissement suivants:

- obligations structurées émises par des banques;
- contrats d'assurance émis par Poste Vita <sup>(15)</sup>;
- fonds communs de Bancoposta Fondi SGR, société de gestion patrimoniale <sup>(16)</sup>;
- financements pour le compte de tiers. Sont offerts des prêts personnels et des prêts pour le compte de banques.

### III. MESURE SOUMISE À APPRÉCIATION

(32) La mesure faisant l'objet d'appréciation est la rémunération versée par CDP à PI pour la distribution des BFP au cours de la période comprise entre 2000 et 2006.

#### III.1. Épargne postale

(33) Le décret du Ministère de l'économie et des finances du 6 octobre 2004 <sup>(17)</sup> (ci-après «le décret») relatif au décret-loi n° 269 du 30 septembre 2003, définit, en son article 1<sup>er</sup>, premier alinéa, l'épargne postale comme «la collecte de fonds, avec obligation de remboursement, assortie de la garantie de l'État, effectuée par CDP S.p.a. par l'intermédiaire de Poste Italiane S.p.a.». Les livrets d'épargne postale et les bons d'épargne de la poste sont utilisés à cet effet.

(34) Aux termes de l'article 1<sup>er</sup>, deuxième alinéa, du décret, l'épargne postale, c'est-à-dire la collecte de fonds par CDP

par l'intermédiaire de PI, constitue un service d'intérêt économique général.

#### III.1.1. Livrets d'épargne postale (*Libretti postali*)

(35) Les livrets d'épargne postale sont des instruments de collecte garantis par l'État et donc à faible profil de risque. Les livrets d'épargne postale sont répartis en livrets nominatifs et livrets au porteur. Les versements et les prélèvements comptent parmi les principales opérations effectuées sur livret d'épargne postale.

(36) Le 22 novembre 2006, la Commission a décidé que la rémunération versée par CDP à PI pour le placement des livrets d'épargne postale au cours de la période comprise entre 2000 et 2005 ne constituait pas une aide d'État aux termes de l'article 87, paragraphe 1, du traité.

#### III.1.2. Bons d'épargne de la poste (*Buoni fruttiferi postali*)

(37) Les *buoni fruttiferi postali* (BFP) sont des instruments de collecte garantis par l'État et donc à faible profil de risque. Ils ne sont pas négociables sur le marché car non cessibles, sur disposition expresse de la loi. Ils sont remboursables à vue avec remboursement du capital et versement des intérêts, caractéristique équivalant à une option de vente (*put*) de type américain qui permet à l'épargnant de demander le remboursement, à un prix fixé d'avance, à tout moment de la vie du bon. Les intérêts sont liquidés en une seule fois au moment du remboursement et sont soumis à une retenue fiscale de 12,5 %.

(38) Les BFP se présentent comme des bons à coupon unique (*one-coupon bond*). Ils sont émis au robinet. Par conséquent, le montant total de chaque émission n'est pas fixé par avance. Les épargnants ne paient aucune commission ou charge pour le service de distribution, la gestion et le remboursement des *buoni fruttiferi postali* et autres opérations y relatives. Depuis 2003, ces BFP sont disponibles sur support papier ou sous forme dématérialisée. Avant 2003, seuls étaient émis des BFP papier.

(39) Les quatre types principaux de BFP sont les suivants <sup>(18)</sup>:

- BFP ordinaires: il s'agit de produits financiers d'une durée de vingt ans qui garantissent un rendement annuel fixe croissant dans le temps (*structure step up*).

<sup>(14)</sup> Dans certains cas (cartes de débit et services de prélèvement pour le paiement des factures), les services sont fournis par l'opérateur postal, tandis que dans d'autres cas, l'offre résulte d'accord commerciaux dans lesquels PI/Bancoposta est distributrice de services produits par des tiers (opérateurs du secteur bancaire dans le cas des cartes de crédit).

<sup>(15)</sup> Poste Vita SpA est contrôlée à 100 % par PI.

<sup>(16)</sup> Bancoposta Fondi SpA SGR est contrôlée à 100 % par PI.

<sup>(17)</sup> Publié dans la GU n° 241 du 13 octobre 2004.

<sup>(18)</sup> Voir le considérant 32 de la décision d'ouverture de la procédure. En juillet 2006, CDP a lancé l'émission de BFP pour les mineurs d'âge d'une durée comprise entre la date de souscription et le dix-huitième anniversaire du titulaire. Ce type de bons n'entre pas dans le cadre de la décision d'ouverture de la procédure ni dans celui de la présente décision. En tout état de cause, le stock de BFP réservés aux mineurs est marginal par rapport au stock total de BFP (0,3 % du total au 31.12.2007).

- BFP indexés: il s'agit d'instruments qui offrent, à échéance, un rendement fixe garanti et une prime additionnelle variable liée à l'évolution d'un indice boursier <sup>(19)</sup> (première émission en 2003) ou à l'inflation (première émission en 2006).
- BFP «à terme»: depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2003, ils ne sont plus distribués. Ils présentent les mêmes caractéristiques que les bons ordinaires, exception faite de la durée maximale qui est de 7 ans.
- BFP à 18 mois: introduits en 2005, ils ont suppléé la lacune existant pour cette période particulière.

Tableau 2

**Stock de BFP <sup>(20)</sup> par type, en milliards EUR**

Type de BFP	Durée maximale	Durée moyenne	31.12.2005	31.12.2006
BFP ordinaires	20 ans	[7-10] ans	121,1	132,2
BFP indexés	7 ans	[4-7] ans <sup>(21)</sup>	1,6	3,6
BFP 18 mois	18 mois	ND <sup>(22)</sup>	1,9	8,3
BFP à terme	7 ans	[4-7] ans	48,6	36,2
Total			173,1	180,6

<sup>(21)</sup> Concerne les BFP *equity linked*. Pour les BFP *inflation linked*, voir la note 49 de bas de page.

<sup>(22)</sup> Les autorités italiennes indiquent que la durée moyenne des bons à dix-huit mois n'est pas quantifiable car ce type de bons a été émis à compter du mois de septembre 2005.

## III.1.3. Valeur de la collecte

- (40) Selon l'ABI, les montants détenus par les familles italiennes sous la forme de produits d'épargne postale et leurs principaux produits concurrents sont:

Tableau 3

**Produits de l'épargne postale et produits assimilables détenus par les familles italiennes, en millions EUR**

Instrument financier	Décembre 1999	Décembre 2004
BFP	113	160
Obligations d'État	126	203
Euro obligations	156	160
Livrets d'épargne postaux	36	60
Dépôts d'épargne bancaires	69	74

Source: ABI

<sup>(19)</sup> Dow Jones Euro Stoxx 50. Voir Bilan 2004 de CDP.

<sup>(20)</sup> Le stock comprend les BFP émis par CDP et par le ministère des finances, qui, depuis 2001, a cessé ses émissions.

### III.2. Rémunération de PI pour la distribution des BFP

- (41) Pour le service de distribution des BFP, PI reçoit une rémunération annuelle qui, depuis 2000, est fondée sur une série de conventions et de modifications de ces conventions:
- convention relative à la période 1999-2001, passée le 4 août 1999 et révoquée le 27 octobre 2000;
  - convention pour l'année 2001, passée le 10 mai 2001;
  - convention pour l'année 2002, passée le 26 juillet 2002;
  - convention relative à la période 2003-2005, passée le 23 octobre 2003, modifiée pour les années 2004 et 2005 par deux accords complémentaires entre PI et CDP signés le 24 décembre 2004 et le 20 octobre 2005;
  - convention relative à la période 2006-2008, passée le 30 mars 2006.
- (42) En fonction des conventions successives, la rémunération annuelle versée à PI est constituée de trois éléments: i) une commission sur la collecte brute (*upfront fee*), qui varie en fonction du montant de BFP souscrits en un an; ii) une commission pour la gestion du stock de BFP; iii) d'autres composants spécifiques indiqués dans les tableaux 4 et 5.

Tableau 4

#### Rémunération des BFP aux termes des nouvelles conventions

2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Commission annuelle sur le stock des BFP en circulation: [...] (*) (23)	Commission annuelle sur le stock des BFP en circulation: [...]	Commission annuelle sur le stock des BFP en circulation: [...]	Commission annuelle sur le stock des BFP en circulation: [...] (24)	Commission annuelle sur le stock des BFP en circulation: [...]	Commission annuelle sur le stock des BFP en circulation: [...]	Commission annuelle sur le stock des BFP en circulation: [...]
Rémunération sur le montant des nouvelles souscriptions de BFP réalisées dans l'année: [...]	Rémunération sur le montant des nouvelles souscriptions de BFP réalisées dans l'année: [...]	Rémunération sur le montant des nouvelles souscriptions de BFP réalisées dans l'année: [...]	Rémunération sur le montant des nouvelles souscriptions de BFP réalisées dans l'année: [...]	Rémunération sur le montant des nouvelles souscriptions de BFP réalisées dans l'année: [...]	Rémunération sur le montant des nouvelles souscriptions de BFP réalisées dans l'année: [...]	Rémunération sur le montant des nouvelles souscriptions de BFP réalisées dans l'année: [...]
Autres composants: [...] (25)	Autres composants: [...]	Autres composants: [...]	Autres composants: [...]	Autres composants: [...]	Autres composants: [...]	Autres composants: [...]

(\*) L'information est couverte par le secret professionnel.

(23) [...]

(24) [...]

(25) [...]

Tableau 5

## Rémunération annuelle de PI pour les années 2000-2006, en millions EUR

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Rémunération pour de nouvelles souscriptions	57	243	123	302	381	487	460
BFP 18 mois						13	50
BFP indexés				8	7	29	59
BFP à terme	25	73	60				
BFP ordinaires	32	170	63	293	374	444	351
Rémunération pour la gestion comptable –administrative:	252	196	194	115	101	96	99
BFP 18 mois	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BFP indexés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BFP à terme	130,6	98,2	94,7	46,9	36,5	26,0	20,6
BFP ordinaires	121,4	98,0	98,9	67,6	64,8	69,6	78,0
Rémunération pour la production de bons papier				15	16	18	18
Rémunération totale	309	439	316	431	498	600	577

- (43) Selon les bilans de CDP, la rémunération versée à PI varie dans une large mesure en fonction des volumes de collecte et permet à CDP de conserver une flexibilité d'exploitation exceptionnelle et une structure de coût extrêmement rationalisée.

## IV. RAISONS QUI ONT AMENÉ À L'OUVERTURE DE LA PROCÉDURE

- (44) La Commission rappelle, avant tout, que dans sa décision du 22 novembre 2006, elle était parvenue à la conclusion que le cadre juridique applicable à CDP pour la distribution des produits de l'épargne (BFP et *libretti postali*) ne consacre aucun droit exclusif de distribution *de jure*.
- (45) La Commission avait douté que la rémunération versée par CDP à PI pour la distribution des BFP pût constituer une référence de marché appropriée et avait exprimé des doutes, notamment sur la pertinence des produits similaires utilisés par l'Italie pour déterminer la conformité de cette rémunération avec le marché. La Commission avait indiqué en outre que, à ce stade, elle ignorait la composition précise des différentes rémunérations versées à PI pour la distribution des BFP depuis 2000, ainsi que leurs valeurs exactes.
- (46) Il était donc très difficile pour la Commission de déterminer si tous les composants de la rémunération pour la distribution des BFP:

i) respectaient le troisième et le quatrième critère de l'arrêt *Altmark* <sup>(26)</sup> de 2004, et

<sup>(26)</sup> Arrêt dans l'affaire C-280/00 *Altmark Trans GmbH et Regierungspräsidium Magdeburg contre Nahverkehrsgesellschaft Altmark GmbH*, Rec. 2003 p. I-07747, et affaires jointes C-34/01 à C-38/01 *Enirisorse SpA contre ministère des finances*, Rec. 2003 p. I-14243.



ii) étaient conformes au marché au cours de la période comprise entre 2000 et 2003.

- (47) Enfin, la Commission avait éprouvé de sérieuses difficultés pour apprécier la compatibilité de la rémunération versée par CDP à PI pour les BFP, au cas où elle aurait constitué une aide d'État.

#### V. OBSERVATIONS DES TIERS CONCERNÉS

- (48) Seule l'ABI a fait parvenir ses observations dans le cours de la procédure.
- (49) Dans la plainte du 30 décembre 2005, l'ABI a soutenu, concernant l'activité exercée par PI pour le compte de CDP, que les rémunérations versées étaient supérieures:
- aux commissions fixées *ex lege* pour la distribution des obligations d'État (*Buoni Ordinari del Tesoro* — BOT, *Buoni del Tesoro Poliennali* — BTP, *Certificati del tesoro zero-coupon* — CTZ <sup>(27)</sup>);
  - aux commissions obtenues par les banques pour la distribution des obligations émises par des tiers.
- (50) L'ABI affirme en particulier que les commissions pour la distribution de *corporate bonds*/obligations de société varient de 0,5 % à 6 % et dépendent d'une multiplicité de facteurs, tels que, la notation de l'émetteur, la structure de l'émission, le réseau de distribution, le degré de complexité de l'obligation. Les commissions demandées par les banques pour la distribution d'obligations bancaires pour le compte de tiers représentent, en moyenne, 1-1,5 % du montant distribué.
- (51) Selon l'ABI, la rémunération versée par l'État à PI pour la distribution des produits de l'épargne constituerait une aide d'État en faveur de PI et au détriment des banques qui pourraient fournir le même service à des conditions meilleures impliquant moins de charges pour l'État.
- (52) Par lettres datées du 13 mars 2007 et du 18 mai 2007, l'ABI a présenté les observations complémentaires suivantes.
- (53) L'ABI pense que la rémunération versée pour la distribution des BFP doit être assimilée à celle qui est prévue pour la distribution des obligations d'État, les BOT ou les BTP, selon la durée. Toutefois PI, outre qu'elle reçoit une commission de distribution en fonction du capital souscrit, supérieure à ce qui est prévu pour les obligations d'État (environ 195-160 *basis point*/points de base), a droit à une rémunération supplémentaire en fonction du montant des stocks des BFP.
- (54) De plus, selon l'ABI, les résultats des analyses comparatives présentés dans la décision de la Commission du 22 novembre 2006 ne sont pas acceptables pour les raisons suivantes:
- Les BFP sont des produits émis par CDP qui est un intermédiaire financier et a une notation égale à celle de l'État italien (A+, Aa2, AA-). Par conséquent, les BFP présentent un profil de risque nettement inférieur à celui des produits *corporate*, c'est-à-dire émis par une entreprise non financière <sup>(28)</sup>. À égalité de notation, n'importe quel type d'obligations *corporate* présente un niveau de risque supérieur à celui des obligations d'État ou à celui des obligations émises par des sociétés financières. Il n'est donc pas possible d'assimiler les BFP à des obligations *corporate* qui sont émises par des intermédiaires non financiers;

<sup>(27)</sup> Les BOT sont des effets publics zéro-coupon à court terme, les BTP sont des effets publics à long terme, les CTZ sont des effets publics zéro-coupon à court terme (durée maximale 2 ans). Les commissions de distribution sont fixées par l'État *ex lege*.

<sup>(28)</sup> Selon l'ABI, les obligations *corporate* ne comprennent pas les obligations émises par des sociétés financières.

- Les BFP ordinaires ne sont pas assimilables à des obligations structurées *inflation linked*/indexées sur l'inflation. Celles-ci offrent au souscripteur un rendement indexé sur l'évolution d'un paramètre défini — à la différence des BFP ordinaires dont le rendement est fixe et dépend de la période de détention — et potentiellement supérieur à celui des BFP, compte tenu d'un niveau de risque supérieur;
  - Contrairement à ce qu'indique l'analyse comparative, les BFP à terme et à 18 mois ne sont pas négociables sur un marché secondaire.
- (55) Par lettre datée du 18 mai 2007, l'ABI a transmis à la Commission les résultats d'une étude spécifique — préparée avec l'assistance d'une société conseil — visant à identifier les produits assimilables aux BFP et à analyser la rémunération versée pour la distribution de ces produits. L'analyse confirme la position de l'ABI et présente, comme suit, les produits assimilables aux BFP.

#### **Identification des produits assimilables aux BFP et rémunération versée pour leur distribution**

- (56) Le produit assimilable au BFP ordinaire est le BTP. BFP et BTP présentent les mêmes caractéristiques en termes de durée, de profil de risque, de rendement et d'imposition. Les commissions versées pour la distribution des BTP se situent entre 0,30 % et 0,40 % du capital souscrit.
- (57) Contrairement à ce qu'indique l'analyse citée dans la décision de la Commission du 22 novembre 2006, les BFP ordinaires ne peuvent être assimilés à:
- des obligations *corporate* avec une notation égale ou supérieure à BBB, car les BFP présentent un profil de risque nettement inférieur, y compris à égalité de notation;
  - des obligations *inflation linked* car les BFP ont des rendements fixes et dépendent de la période de détention et non pas de l'évolution du taux de l'inflation.
- (58) En ce qui concerne la complexité des BFP ordinaires, l'ABI affirme que ce type de bons n'est pas couvert par la définition de l'obligation structurée selon Banca d'Italia. La présence d'une option de type *put* dans les BFP ne constitue pas une raison pour fixer une rémunération de distribution plus élevée. L'option en question, en effet, est, à la limite, une garantie pour le souscripteur qui a la possibilité de mettre un terme à l'investissement quand il le souhaite et n'a pas d'incidence sur la structure et sur le niveau de risque de l'obligation.
- (59) Les produits assimilables aux BFP à 18 mois sont les obligations d'État telles que les BOT et les CTZ. Contrairement à ce qu'indique l'analyse comparative, les BFP à 18 mois ne peuvent être assimilés à des obligations *corporate* ayant une notation égale ou supérieure à A+, car ils présentent un profil de risque nettement inférieur.
- (60) Les commissions de distribution des BOT varient de 0,05 % à 0,30 % du capital souscrit selon la durée (et sont payées par le souscripteur au distributeur). Les commissions de distribution des CTZ sont égales à 0,20 % du capital souscrit.
- (61) Les produits assimilables aux BFP à terme sont les obligations d'État telles que les BOT, les CTZ et les BTP selon la vie résiduelle des BFP.

- (62) Les produits assimilables aux BFP indexés sur l'inflation sont les BTP eurosi (obligations d'État à moyen/long terme indexées sur l'inflation de la zone euro). Ce type de BFP n'est pas assimilable aux obligations *corporate equity linked* car il présente un profil de risque nettement inférieur et son rendement n'est pas associé à un panier d'instruments financiers (comme les obligations *equity linked*) mais au taux de l'inflation.
- (63) Les commissions versées pour la distribution des BTP eurosi représentent 0,40 % du capital souscrit.
- (64) Les produits assimilables aux BFP *index linked* sont les obligations *index linked* émises par une société financière (quoique le profil de risque des BFP soit inférieur). Ce type de BFP ne peut toutefois pas être comparé à des obligations *corporate* car CDP est un intermédiaire financier.
- (65) Les commissions de distribution des obligations *financial index linked* représentent entre 1 % et 2,5 % du capital souscrit.
- (66) Enfin, l'argument déjà présenté par l'ABI selon lequel les fonds communs de placements ouverts euro-d'État seraient un produit assimilable aux BFP n'apparaît plus dans la lettre du 18 mai 2007, sans autres explications.

#### **Structure de la rémunération**

- (67) L'ABI indique deux scénarios possibles de distribution des produits assimilables aux BFP. Dans le premier scénario, les produits sont distribués par une entité (distributeur) qui est rémunérée pour cette activité (la gestion incombant toujours à l'émetteur). Dans le second scénario, ils sont distribués et gérés par un distributeur qui est rémunéré pour l'ensemble des activités exercées (dans ce cas, il n'y a pas de distinction nette entre les deux composants de la rémunération: distribution et gestion comptable — administrative). Les résultats de l'analyse ont mis en lumière l'impossibilité, dans le fonctionnement du marché, de distinguer, dans les commissions, les parts relatives à l'activité de distribution, de gestion administrative et comptable et de production sur support papier.
- (68) Selon l'ABI, la complexité de l'instrument, la notation de l'émetteur, le réseau de distribution, la durée de l'obligation, le niveau d'identification de l'émetteur, la structure de l'émission et les spécificités légales (contraintes de type réglementaire ou nécessité d'habilitation pour l'émetteur) constituent un ensemble d'éléments ayant une incidence sur le niveau de la rémunération.
- (69) L'ABI justifie son affirmation selon laquelle les BFP assortis d'une garantie de l'État présentent un profil de risque nettement inférieur à une obligation *corporate* par le fait que le taux interne de rendement (IRR) pour une obligation d'État est toujours inférieur à celui d'une obligation *corporate* ayant la même notation. L'ABI affirme en outre que pour des émissions d'obligations *sovereign/souveraines* ayant une notation de Aa, le taux par défaut à 10 ans est égal à 0, tandis que pour des obligations *corporate* ayant la même classe de notation il est égal à 0,59 %.
- (70) Enfin, il est impossible de quantifier la commission versée sur la production d'obligations sous format papier en vertu du fait que la quasi-totalité du marché est concernée par le processus de dématérialisation.

## **VI. OBSERVATIONS DE L'ITALIE**

### **Analyse comparative**

- (71) L'Italie fonde ses observations sur l'analyse comparative réalisée en janvier 2006 (ci-après «l'analyse») destinée à déterminer la rémunération de marché CDP/PI pour les produits de l'épargne postale en vue de la préparation de la nouvelle convention 2006-2008.

- (72) La méthode d'approche de l'analyse est articulée en six phases successives:
- i) identification des caractéristiques des produits de l'épargne postale;
  - ii) identification de produits de collecte similaires aux produits de l'épargne postale;
  - iii) identification de l'échantillon de référence sur lequel sera développée l'analyse;
  - iv) identification des composants économiques pris en compte dans l'analyse;
  - v) détermination des taux de rémunération;
  - vi) comparaison entre la rémunération de marché et la rémunération versée par CDP à PI.
- (73) Selon cette analyse, les facteurs ayant une incidence sur les niveaux de commissions de l'épargne postale sont au nombre de trois: le profil de risque/rendement, la structure de l'obligation (instruments structurés opposés aux «*plain vanilla*»<sup>(29)</sup>) et la durée de l'investissement.
- (74) L'Italie constate en particulier que la commission versée pour la distribution des BFP n'est pas comparable à celle des obligations d'État pour les motifs suivants:
- les deux familles de produits sont intrinsèquement distinctes: en intégrant une option implicite de remboursement anticipé (voir considérant 37), les BFP sont des instruments plus complexes que les «*plain vanilla*» et peuvent être considérés comme des obligations structurées à proprement parler;
  - en plus de la distribution, PI gère les BFP au niveau administratif et comptable, activité qui n'est pas demandée aux banques quand elles distribuent des obligations d'État.
- (75) Les principales conclusions auxquelles est parvenue l'analyse sont ensuite énoncées.
- Les produits assimilables aux BFP à long terme sont les obligations structurées du type obligations *corporate*<sup>(30)</sup> *inflation linked* et *equity linked* ayant une notation égale ou supérieure à BBB de Standard&Poor's et/ou Baa2 de Moody's, et les fonds communs de placement en obligations euros-d'État. En ce qui concerne les fonds communs de placement, l'analyse affirme que ce type de produits est similaire aux BFP car ils sont émis eux aussi «au robinet» et le souscripteur peut à tout moment demander le remboursement du principal et des intérêts exigibles. On peut considérer que la gestion administrative des obligations effectuée par les sociétés de gestion des fonds constitue une autre similitude. L'analyse compare les différents composants de la rémunération versée pour la distribution des fonds en obligations avec ceux des BFP et en arrive à la conclusion que ces niveaux respectent les conditions normales de marché pour des produits assimilables<sup>(31)</sup>.

<sup>(29)</sup> «*Plain vanilla*» est un terme désignant la forme la plus basique d'un instrument financier, généralement des options, des obligations, à terme et swaps («*the most basic or standard version of a financial instrument, usually options, bonds, futures and swaps*»). Source: [www.investopedia.com](http://www.investopedia.com), selon une indication de l'expert indépendant de la Commission.

<sup>(30)</sup> Quoique l'Italie utilise le terme générique d'obligation *corporate*, l'échantillon de référence faisant l'objet de l'analyse est un panier d'obligations constituées prioritairement d'émissions bancaires (voir p. 7 de la lettre du 22 juin 2007 des autorités italiennes). La définition de «*corporate*» est donc élargie car elle ne concerne pas uniquement des obligations émises par des sociétés industrielles dans le sens étroit, mais aussi par des banques.

<sup>(31)</sup> Aux fins de cette simulation, il a été tenu compte de la commission de distribution et de la commission de gestion perçue chaque année, multipliée par la période supposée de détention du fonds, égale à la durée moyenne des BFP. Pour les fonds en obligations, la commission sur la souscription est comprise entre 0,70 % et 2,20 % et la commission sur la gestion entre 0,80 % et 1,05 %, quoique un certain pourcentage des fonds n'applique aucune commission sur la souscription.

- Pour les BFP à 18 mois, il n'est pas possible d'identifier de produits ayant des caractéristiques similaires et l'analyse extrapole en prenant en compte une commission versée pour des prêts obligataires structurés d'une durée inférieure et ayant une notation égale ou supérieure à A- de Standard&Poor's et/ou A3 de Moody's, en supposant une répartition linéaire de la commission de distribution.
- L'analyse ne prend pas en compte les obligations d'État comme produits assimilables aux BFP car elles sont caractérisées par une structure («*plain vanilla*») essentiellement différente de celle des BFP qui sont des produits financiers plus complexes (voir considérant 37).
- Les niveaux de marché et les niveaux de commissions à appliquer à CDP/PI sur la base de référence des prêts obligataires figurent dans le tableau 6.

Tableau 6

**Niveaux des commissions de marché pour l'échantillon de référence d'obligations structurées *corporate* au cours de la période comprise entre 2006 et 2008 et niveaux régissant la convention CDP/PI, en %**

Type de BFP		Comparaison		Rémunération de PI
		Min	Max	
BFP ordinaires	Rémunération sur montants distribués	1,35	3,05	[...] <sup>(32)</sup>
BFP indexés	Rémunération sur montants distribués	1,80	3,45	[...] <sup>(33)</sup>
BFP à 18 mois	Rémunération sur montants distribués	0,48	1,25	[...]

<sup>(32)</sup> [...]  
<sup>(33)</sup> [...]

- (76) Ainsi que le démontre le tableau, l'analyse comparative, après avoir examiné un échantillon d'obligations assimilables, conclut que les BFP sont caractérisés par un niveau de commission à l'intérieur d'une fourchette qui n'est pas supérieur à celui des produits comparables.
- (77) L'analyse indique en outre que, en cas de non-réalisation de l'objectif de collecte nette des BFP, la rémunération de PI peut être réduite. En effet, à la différence des obligations, les BFP étant remboursables à vue, PI est tenue d'exécuter une gestion attentive afin d'atteindre tous les buts définis.
- (78) En ce qui concerne la rémunération inhérente à l'activité de gestion des BFP dématérialisés, l'analyse propose comme comparaison des niveaux de commissions, les tarifs que *Monte Titoli SpA* applique aux intermédiaires pour les services de gestion centralisée et indique que cette partie de la rémunération est conforme au marché (en se plaçant dans une fourchette, en fonction du stock de BFP dématérialisés, comprise entre 0,0023 % et 0,0020 %). Pour les BFP papier, il n'a pas été possible de développer d'analyses comparatives sur le marché bancaire italien car ce type de BFP est le seul qui circule encore sur support papier.

**Observations de l'Italie à la suite de l'avis d'ouverture de la procédure formelle d'examen**

- (79) Par lettres datées du 2 février 2007, du 18 avril 2007, du 22 juin 2007, du 11 mars 2008, du 13 mai 2008 et du 17 juin 2008, l'Italie a formulé les observations suivantes.
- (80) L'Italie soutient que la commission de distribution perçue par PI depuis l'année 2000 répond aux critères de marché et doit, en outre, être comprise comme une commission maximale, payable exclusivement si les objectifs de collecte brute des BFP sont respectés. La rémunération de PI est donc difficilement comparable à celle que perçoivent d'autres distributeurs de produits similaires.

- (81) L'Italie reprend les conclusions de l'analyse comparative concernant l'identification des produits comparables et leurs rémunérations.
- (82) Selon une comparaison avec la structure des commissions sur les *libretti postali* — que la décision du 22 novembre 2006 jugeait conforme au marché — la commission inhérente aux BFP se révèle inférieure. Si, en effet, la commission inhérente aux BFP est distribuée sur la vie moyenne de l'instrument (environ [7-10] ans), en termes de taux, il en résulte une commission d'environ [...] % par an, qui est par conséquent inférieure à la rémunération annuelle des *libretti postali*, qui est égale à 0,90 %. Il appert toutefois que les BFP et les *libretti postali* sont des produits différents: tandis que les *libretti postali* constituent un instrument de collecte à court terme, les BFP sont des instruments à moyen/long terme et sont plus complexes et plus structurés.
- (83) L'Italie fait remarquer que les produits financiers sous format papier sont extrêmement rares sur le marché et que les BFP papier peuvent être considérés comme similaires aux certificats de dépôt émis par les banques de dépôt à long terme (*aziende di credito*). Celles-ci perçoivent du souscripteur une commission unique qui peut varier entre 4,50 EUR au minimum et 9,30 EUR au maximum par titre, indépendamment de sa valeur et de sa durée. En prenant en compte une durée moyenne des certificats de dépôt de 24 mois, l'Italie fait remarquer que les entreprises de crédit perçoivent une commission annuelle, pour chaque certificat, qui varie entre 2,25 EUR et 4,65 EUR. Si l'on considère que la valeur moyenne des BFP est égale à environ 2 000 EUR et si l'on applique sur ce montant le taux de rémunération versé à PI (0,11 %), on obtient une commission annuelle, par titre sur support papier, égale environ à 2,20 EUR, correspondant à la commission des certificats de dépôt.
- (84) En ce qui concerne la compensation pour la production de bons papier, le certificat papier représentant les parts des fonds communs de placement dont le coût est en moyenne compris entre 10 et 20 EUR par certificat, peut être pris comme base de comparaison. Par conséquent, la compensation versée à PI, d'environ 1,70 EUR par titre, peut être considérée comme raisonnable.
- (85) Quant à la marge inhérente aux services de distribution des BFP, l'Italie souligne que les BFP font partie d'une offre d'investissement intégrée dans une mosaïque plus vaste d'offres de services financiers commercialisés auprès de sa clientèle par PI, afin de réaliser l'*asset allocation*/allocation d'actifs la plus appropriée. La marge des services de Bancoposta (égale à [...] en 2005) est très inférieure à la marge de l'ensemble des services correspondants offerts par le système bancaire (qui est de 35 %).
- (86) En ce qui concerne la fragmentation de la rémunération en composants distincts pour les produits assimilables, l'Italie affirme que cette différenciation n'est pas essentielle pour démontrer l'existence ou non d'un avantage économique en faveur de PI, mais que la comparaison entre la rémunération totale des BFP et celle des produits assimilables suffit à cet effet.
- (87) Quant au respect du principe de l'opérateur économique de marché, l'Italie affirme que les modalités de calcul de la rémunération ont été élaborées conformément à la logique économique qui sous-tend les décisions de marché. Par conséquent, quoiqu'il n'existe pas d'études remontant à 2000, la rémunération est fondée sur ces mêmes principes économiques, ainsi que l'analyse comparative l'a ensuite confirmé (voir tableaux 4 et 5).
- (88) Selon les autorités italiennes, PI tient une comptabilité séparée pour l'ensemble de la gamme des services financiers de détail et ne fait pas de distinctions entre les différents produits financiers à des fins comptables. L'opération de comparaison des charges/recettes pour chaque produit, y compris les BFP, sert exclusivement à l'analyse de la gestion et est marquée par une forte marge d'approximation. Selon cette analyse, les BFP sont des produits plus onéreux en termes de gestion que d'autres produits tels que les comptes courants. Pour l'année 2005, l'Italie a donc choisi comme le meilleur indicateur des données économiques et financières des BFP le rendement global de [...] %<sup>(34)</sup>.

<sup>(34)</sup> Conformément à la comptabilité séparée de PI et en référence aux valeurs moyennes des services financiers, l'indice de rentabilité pour 2005 est égal à [...] %. En ce qui concerne le caractère plus onéreux des BFP sur le plan de la gestion, l'Italie indique [...] % comme taux raisonnable de l'indice de rentabilité des BFP.

- (89) Banca d'Italia affirme que les BFP sont des instruments financiers structurés pour les motifs suivants: ce sont des titres de nature obligataire, ou du moins de dette, ce sont des produits dérivés car ils intègrent un contrat de produits dérivés de type optionnel et les deux composants, obligataire et dérivé, constituent les composants inséparables d'un même instrument.

#### ***Commentaires de l'Italie sur les observations de l'ABI***

- (90) L'Italie ne partage pas les avis formulés par l'ABI concernant l'identification des produits assimilables aux BFP.
- (91) L'Italie fait remarquer qu'actuellement, la différence de tarification entre les différents émetteurs — souverains (États ou Institutions supranationales), financiers, bancaires et des sociétés (industriels au sens strict) — à égalité de notation, est du niveau de quelques centièmes de point (la différence de coût des ressources collectées entre les deux pôles extrêmes (souverain et des sociétés) est égale à environ 5/6 de points de base alors que la différence entre émetteurs financiers et des sociétés peut être évaluée à 2/3 de points de base). En d'autres termes, entre émetteurs ayant la même notation, le type d'émetteur (État, institution financière, banque de crédit, etc.) est secondaire et n'invalide pas les conclusions de l'analyse présentée par l'Italie. Contrairement à ce qu'affirme l'ABI, l'analyse comparative se base sur une définition de sociétés élargie car ne portant pas uniquement sur des obligations émises par des sociétés industrielles mais aussi par des sociétés financières. En outre, la notation moyenne des obligations du panier de référence de l'analyse est AA-, supérieur tant à la notation de CDP (A+) qui émet les BFP, qu'à celui de la République italienne (A+) qui garantit les BFP.
- (92) L'Italie indique en outre que, pour la distribution des obligations structurées émises par des banques italiennes, PI/Bancoposta a perçu une commission moyenne de 2,9 % correspondant à la commission de distribution des BFP.
- (93) L'Italie conteste l'assimilation des BFP aux obligations d'État pour les raisons suivantes:
- le type de distribution est différent (mécanisme d'enchères pour les obligations d'État et émission au robinet pour les BFP);
  - le degré de complexité est différent;
  - pour la distribution des obligations d'État, les commissions sont perçues indépendamment du montant distribué, à la différence de ce qui se produit pour les BFP qui nécessitent une intense activité de planification et de gestion de la part du réseau de PI, visant à réaliser des objectifs spécifiques de collecte. L'effort de gestion et d'organisation et la fidélisation de la clientèle, vu que les investisseurs peuvent renoncer à tout moment à l'investissement, ont une importance particulière.
- (94) Pour ces raisons, les BFP ne sont pas assimilables aux obligations d'État mais sont essentiellement comparables aux fonds communs de placement en matière de modalités de distribution et de gestion.
- (95) Quant au fait que, selon la loi, le coût de la collecte du bon postal doit être aligné sur le coût de l'endettement public sur le marché, l'Italie précise que les rendements annuels bruts des BFP sont inférieurs à ceux des obligations d'État (d'environ 180 points de base pour les instruments présentés à titre d'exemple avec une durée de 8, 10 et 20 ans). Cette différence, selon l'Italie, est due à la présence d'une option *put* américaine implicite. Si l'on ajoute à cela les commissions de distribution, les coûts pour l'État sont alignés.

- (96) L'Italie fait remarquer que l'ABI omet de prendre en compte la présence d'une option de taux implicite dans les BFP et d'indiquer les fonds communs de placement parmi les instruments assimilables. Selon les autorités italiennes, les BFP sont couverts par la définition des obligations structurées donnée par Banca d'Italia.
- (97) L'Italie constate que la commission de distribution des BFP est versée également pour l'ensemble de l'activité de PI visant à la réalisation de différents objectifs de collecte brute et nette, au niveau tant de l'épargne postale dans son ensemble que de chaque produit. Cette commission comprend en outre la rémunération de PI pour l'activité de gestion du client consécutive à la distribution et pour toute la durée du BFP (notamment en raison du remboursement à vue et de l'absence d'un marché secondaire pour les BFP).
- (98) L'Italie conteste ensuite l'affirmation de l'ABI concernant les montants des commissions versées pour la distribution d'obligations *index linked*, compris entre 1 % et 2,5 %: la commission moyenne perçue par PI pour la distribution d'obligations structurées émises par des banques étrangères et italiennes est égale à 3,05 % <sup>(35)</sup> et la commission relative aux obligations de banques italiennes est de 2,9 % <sup>(36)</sup> (à titre d'exemple, pour la distribution d'obligations structurées émises par *Capitalia SpA*, PI a perçu une commission représentant 3,212 % <sup>(37)</sup> de la valeur nominale souscrite).
- (99) L'Italie en arrive à la conclusion que l'analyse de l'ABI est générale et ne prend pas en compte la spécificité de la distribution des BFP par rapport à d'autres obligations.

#### VII. ÉTUDE DE L'EXPERT

- (100) Les études diligentées par PI et par l'ABI ont suivi des méthodes similaires mais sont parvenues à des résultats difficiles à concilier. Aucune des deux études, notamment, n'a identifié d'objets parfaitement assimilables et toutes deux, en choisissant l'un ou l'autre produit similaire, ont mis en évidence des facteurs différents ayant une incidence sur les commissions de distribution.
- (101) La Commission a par conséquent confié à un expert indépendant la réalisation d'une «étude sur la rémunération versée pour la distribution de *buoni fruttiferi postali*».

#### **Méthode utilisée par l'expert pour identifier les produits similaires**

- (102) Dans son étude, l'expert est parvenu à une constatation fondamentale: le marché italien des obligations est constitué i) d'un premier niveau, où les émetteurs s'adressent aux investisseurs institutionnels, les rendements ne dépassent pas le niveau moyen compte tenu du risque de défaillance et de la courbe des rendements en euro, la distribution est organisée par les grandes banques d'investissement (ou a lieu selon le mécanisme du marché d'enchères comme pour la majorité des bons du Trésor italien) et les commissions de distribution sont relativement réduites; ii) d'un second niveau où la distribution est organisée par des réseaux de détail qui s'adressent à chaque épargnant, les émetteurs peuvent obtenir des conditions de prêts meilleures que celles du premier niveau et les commissions de distribution sont évidemment supérieures. Cette situation a des conséquences directes sur le niveau des commissions de distribution intégrées dans les produits financiers: quelle que soit la combinaison des caractéristiques de produits financiers censée avoir une incidence sur les commissions de distribution, le simple fait que les produits financiers sont distribués au second niveau de marché entraîne une augmentation considérable des commissions.
- (103) L'expert constate que les commissions de distribution pour les produits financiers devraient dépendre de l'effort déployé par le réseau de distribution pour les placer. L'étude identifie ensuite les produits principalement assimilables aux BFP en utilisant les caractéristiques essentielles des produits financiers pertinents: risque, liquidité, complexité des contrats <sup>(38)</sup>, niveau d'identification et statut juridique de l'émetteur, durée, dimensions de l'émission, structure de l'offre, investissement minimal requis et canal de distribution (institutionnel/de détail), en assignant une notation à ces caractéristiques.

<sup>(35)</sup> La commission moyenne est calculée, pour la période de novembre 1999 à décembre 2007, sur un volume total de 33 milliards EUR.

<sup>(36)</sup> La commission moyenne est calculée, pour la période mentionnée, sur un volume total de 22 milliards EUR.

<sup>(37)</sup> La valeur d'émission est de 971,2 millions EUR

<sup>(38)</sup> «Plain vanilla» concernant des instruments structurés.



(104) Les notations assignées à chaque caractéristique de chacun des produits financiers sont ensuite comparées à celles de chaque catégorie de BFP.

Tableau 7

**Produits financiers et facteurs ayant une incidence sur les commissions de distribution**

Produit	Risque	Liquidité	Complexité	Niveau d'identification de l'émetteur	Durée	Distribution institutionnelle ou de détail	Structure d'offre	Investissement minimal requis, en euros
BOT	faible	élevé	faible	élevé	courte	institutionnelle	enchères	1 000
BTP	faible à moyen	élevé	faible	élevé	moyenne et longue	institutionnelle	enchères	1 000
CCT <sup>(39)</sup>	faible	élevé	faible	élevé	moyenne	institutionnelle	enchères	1 000
Dépôt d'épargne	faible	élevé	faible	élevé	courte	de détail	au robinet	aucun
Dépôts bloqués	faible	faible	faible	élevé	courte à moyenne	de détail	au robinet	aucun
Certificats de dépôt (CD)	faible	faible	faible	élevé	courte à moyenne	de détail	Au robinet)	>/=50
Obligations bancaires plain vanilla cotées	faible à moyenne	moyenne	faible	élevé	moyenne	de détail	offre publique	>/=1 000
Obligations bancaires plain vanilla non cotées	faible à moyenne	faible	faible	élevé	moyenne	de détail	offre publique	>/=1 000
Obligations bancaires structurées cotées	élevé	moyenne	élevée	élevé	moyenne	de détail	offre publique	>/=1 000
Obligations bancaires structurées non cotées	élevé	faible	élevée	élevé	moyenne	de détail	offre publique	>/=1 000
Obligations <i>corporate</i>	moyen à élevé	faible à moyenne	faible	faible à élevé	Moyenne	institutionnelle	offre publique	>/=1 000
Fonds communs de placement monétaires	faible	élevée	moyenne	moyen	non applicable	de détail	au robinet	>/=100
Fonds en obligations	moyen	élevée	moyenne	moyen	non applicable	de détail	au robinet	>/=100
Fonds en actions	élevé	élevée	moyenne	Moyen	non applicable	de détail	au robinet («on tap»)	>/=100
Equity (cotées)	élevé	moyenne à élevée	faible	faible à élevé	non applicable	institutionnel	offre publique	>/=1 000
BFP ordinaires	faible	moyenne	faible	élevé	longue	de détail	au robinet	>/=50
BFP à terme	faible	moyenne	faible	élevé	moyenne	de détail	au robinet	>/=50
BFP indexés à échéance	élevé	moyenne	élevé	élevé	moyenne	de détail	au robinet	>/=250
BFP indexé sur l'inflation	moyen	moyenne	élevé	élevé	moyenne	de détail	au robinet	>/=250
BFP 18 mois	faible	moyenne	faible	élevé	courte	de détail	au robinet	>/=50

<sup>(39)</sup> Les CCT (*Certificati di credito del Tesoro*) sont des bons du trésor à sept ans à taux d'intérêt variable.

- (105) Le canal de distribution (institutionnel ou de détail) est un élément clé pour identifier les produits assimilables. Les BFP sont davantage assimilables aux produits financiers de détail car ils sont généralement vendus aux familles. Les familles détiennent en effet la quasi-totalité du stock de BFP en circulation (environ 99 %), tandis que les investisseurs institutionnels en général n'achètent pas ces produits. Il s'agit en outre de la caractéristique principale qui fait que les obligations d'État (BOT, BTP et CCT) ne peuvent être assimilées aux BFP.
- (106) L'étude de l'expert révèle que les obligations bancaires sont le produit le plus proche des BFP (obligations bancaires «*plain vanilla*» parallèlement aux BFP ordinaires et à terme et obligations indexées parallèlement aux BFP indexés — voir tableau 14). Les fonds communs de placement sont considérés comme le second produit le plus similaire<sup>(40)</sup>. Les deux produits n'existent que sous la forme dématérialisée<sup>(41)</sup>.
- (107) À ce sujet, la Commission souligne dès à présent que, abstraction faite de la nécessité d'évaluer la commission versée tant pour les BFP sur support papier que dématérialisés, ces deux formes de BFP ont en commun d'autres caractéristiques (durée moyenne, rendement à l'échéance et caractéristiques liées à PI en tant que distributeur).

#### **Méthode utilisée par l'expert pour quantifier les commissions de marché des produits similaires**

- (108) Afin de procéder à la comparaison nécessaire pour déterminer la commission de distribution des BFP, l'expert a constitué un ensemble de données relatives aux obligations et aux fonds communs de placement sur la base i) d'une quantité importante de prospectus d'information concernant des obligations bancaires cotées sur TLX<sup>(42)</sup>, second marché réglementé pour les obligations (après Borsa Italiana) et ii) des sites web des principales banques italiennes à partir desquels il est habituellement possible de télécharger les prospectus relatifs aux émissions d'obligations. L'ensemble de données est constitué de 511 émissions d'obligations distribuées sur le marché italien entre 2002 et 2008 (dont 162 émises avant 2006). La couverture annuelle (par rapport au nombre total d'émissions) des dernières émissions est la suivante: 18 % en 2006, 15 % en 2005, 9 % en 2004, 3 % en 2003 et 0,2 % en 2002.
- (109) L'expert a effectué des analyses supplémentaires en utilisant la statistique descriptive pour chaque produit similaire. Ainsi, en ce qui concerne les obligations «*plain vanilla*» émises par les banques (en tant que produits les plus proches des BFP ordinaires et à terme), il a jugé que la statistique descriptive n'était pas suffisante pour avoir une compréhension appropriée des facteurs permettant de déterminer les commissions de distribution, facteurs nécessaires à l'évaluation de la conformité avec le marché de la rémunération versée pour la distribution des BFP. Les aspects pertinents des obligations bancaires, notamment, ne sont pas toujours homogènes. Ces obligations peuvent ne pas être uniformes relativement au type particulier de BFP auquel elles devraient être comparées. Les tests statistiques doivent par conséquent être utilisés de manière rationnelle pour vérifier, à l'intérieur d'un groupe d'obligations similaires, quelles caractéristiques sont effectivement pertinentes aux fins de l'évaluation des commissions de distribution. À cet effet, l'expert s'est référé à la liste de facteurs pertinents qui ont une incidence sur les commissions de distribution (voir points 103-104). L'effet de ces variables indépendantes sur les commissions de distribution pour un produit tel que les BFP est estimé moyennant une analyse de régression.
- (110) La période couverte par l'échantillon des obligations bancaires empêche de tirer des conclusions pertinentes sur le comportement dans le temps des commissions de distribution pour la période comprise entre 2000 et 2003. Pour des raisons statistiques, il n'est pas possible de construire des séries chronologiques significatives<sup>(43)</sup> au-delà de 2000-2006. L'échantillon d'obligations bancaires peut permettre uniquement de tirer des conclusions pour la période comprise entre 2000 et 2006 en général (et non pas sur une base annuelle).

<sup>(40)</sup> Les certificats de dépôt sont, en théorie, le produit le plus proche des BFP à dix-huit mois. L'expert n'a toutefois pu trouver qu'un seul émetteur de certificats de dépôt qui distribue ces produits par l'intermédiaire d'autres réseaux bancaires et qui a indiqué les commissions payées.

<sup>(41)</sup> L'expert n'a pas pu identifier, parmi tous les produits financiers circulant en Italie, de produits assimilables sur support papier.

<sup>(42)</sup> TLX SpA organise et gère des marchés pour la négociation d'instruments financiers répondant aux exigences de placement des investisseurs non professionnels.

<sup>(43)</sup> Une série chronologique est une suite de valeurs, mesurée en général à des stades successifs, divisés en intervalles de temps (souvent uniformes). Une série chronologique de données sur des produits comparables permettrait la comparaison des commissions annuelles effectives versées pour les BFP avec les commissions annuelles versées pour les produits similaires.

- (111) L'expert est certain, toutefois, qu'une conclusion sur l'ensemble de la période est pertinente, les entretiens qu'il a eus sur le terrain lui ayant permis d'établir que le volume des commissions de distribution n'a pas subi de modifications sensibles depuis 2000 (certaines réponses ont même indiqué une diminution).
- (112) En ce qui concerne les fonds communs de placement, l'expert a constitué un ensemble de données composé de 102 fonds <sup>(44)</sup>. L'unique analyse utile réalisée sur cet échantillon est représentée par la statistique descriptive <sup>(45)</sup>. Il a été toutefois possible de construire, dans ce cas, une série chronologique des commissions relatives aux fonds communs de placement perçues par les distributeurs.
- (113) Il a en outre tenu compte de la structure des rémunérations versées pour la distribution des produits assimilables:
- la structure de la rémunération pour la distribution d'obligations bancaires consiste en un pourcentage de *upfront* souscrit;
  - certains fonds communs de placement rémunèrent le réseau de distribution soit avec des commissions *upfront* soit avec des commissions annuelles, tandis que d'autres ne paient que des commissions annuelles. Pour obtenir une évaluation unique des commissions pouvant servir à l'étude, l'expert a ajouté, pour chaque fonds de placement, à la commission *upfront* effective une commission *upfront* additionnelle estimée, mesurée comme valeur actuelle des commissions annuelles à recouvrer durant la période prévue pour l'investissement dans le fonds.

**Détermination de chiffres comparables pour les rémunérations effectives versées par CDP pour la distribution des BFP**

- (114) La rémunération totale que PI perçoit de CDP sur la base des conventions annuelles 2000-2006 est constituée de divers composants <sup>(46)</sup> (voir également le tableau 4):
- a) une commission initiale sur les souscriptions de BFP, équivalant à un certain pourcentage du montant souscrit;
  - b) une commission annuelle sur le montant de BFP en circulation, équivalant à un certain pourcentage de la valeur du stock de BFP en circulation. Cette commission est définie comme rémunération de la gestion administrative et comptable des BFP. Depuis 2003, ce pourcentage est différent pour les BFP sur support papier et pour les BFP dématérialisés;
  - c) certaines années, d'autres montants fixes, notamment en cas de réalisation de certains objectifs quantitatifs ou qualitatifs.
- (115) Dans les conventions des années 2000-2002, la structure de la rémunération est assez variable. La structure globale de la rémunération se stabilise à compter de 2003. Désormais, il est possible de retrouver les mêmes composants de la rémunération globale même si les chiffres pour chaque composant particulier peuvent varier. Dans l'ensemble, il n'est pas facile de comparer chaque année avec les autres années de la période comprise entre 2000 et 2002 et de la période comprise entre 2000 et 2002 avec la période comprise entre 2003 et 2006.

<sup>(44)</sup> En cours de distribution à la fin de 2007.

<sup>(45)</sup> L'analyse de régression serait secondaire dans ce cas, car les fonds communs de placement sont, du fait de leur contrat, homogènes par rapport aux variables utilisées dans l'analyse de régression pour les obligations bancaires.

<sup>(46)</sup> La rémunération versée pour la production de bons papier n'est pas incluse dans l'analyse dans le cadre de cette phase. La rémunération versée pour la production de bons papier, qui représente une caractéristique très spécifique des services fournis par PI, est évaluée séparément (voir considérants 130 à 132).

- (116) Afin de pouvoir comparer la rémunération versée pour la distribution des BFP avec la rémunération des produits financiers similaires, l'expert convertit le système de rémunération double des BFP en une commission initiale globale estimée comme équivalente qui peut alors être directement comparée à la commission initiale effective, calculée pour les obligations bancaires et les fonds communs de placement. Ce montant unique pour les BFP est obtenu, pour chaque année, en ajoutant à la commission initiale effective définie par contrat, une commission initiale additionnelle estimée qui représente la valeur actuelle de la rémunération que PI prévoit de recouvrer dans l'avenir sur les BFP souscrits chaque année, en vertu des taux de commissions annuels sur le stock des BFP en circulation. L'estimation de cette commission initiale additionnelle est réalisée en fonction de la durée moyenne <sup>(47)</sup> de chaque type de BFP et en calculant la valeur actuelle, pour l'année de souscription, des taux de commissions annuelles qui seront recouvrées durant toute la durée moyenne des BFP <sup>(48)</sup>.
- (117) Selon l'expert, il est nécessaire d'émettre une autre hypothèse sur les futures commissions annuelles pour calculer la valeur actuelle susmentionnée. À ce sujet, il existe deux options également admissibles:
- l'hypothèse d'une rémunération annuelle constante se fonde sur le principe selon lequel PI ne peut pas prévoir la variabilité des commissions annuelles dans l'avenir et qu'elle aurait donc calculé, pour chaque année, la commission initiale totale équivalente estimée en supposant que les commissions annuelles se maintiennent au niveau contractuel fixé dans la convention de la même année;
  - l'autre option (ci-après «la rémunération annuelle variable») consiste à quantifier la rémunération versée pour la distribution des BFP basée sur les commissions annuelles fixées par les conventions successives, sur toute la durée des produits <sup>(49)</sup>. Selon cette option, il est supposé que PI peut prévoir la variabilité des commissions annuelles dans l'avenir et qu'elle aurait donc calculé pour chaque année la commission initiale totale équivalente estimée en supposant que les commissions annuelles évoluent selon une progression qu'il est concrètement possible de déterminer a posteriori.
- (118) Les commissions initiales recalculées pour les BFP selon la méthode de la rémunération annuelle variable semblent en général inférieures à celles résultant de la méthode de la rémunération annuelle constante. Le tableau 8 en donne une illustration pour les BFP ordinaires et à terme:

Tableau 8

**Commissions initiales totales estimées pour les BFP, en %**

	BFP ordinaires (sur support papier)	
	Rémunération annuelle constante	Rémunération annuelle variable
2000	[...]	[...]
2001	[...]	[...]
2002	[...]	[...]
2003	[...]	[...]
2004	[...]	[...]
2005	[...]	[...]
2006	[...]	[...]

<sup>(47)</sup> L'expert utilise les expressions «durée moyenne» et «durée prévue» comme synonymiques. Dans la présente décision, c'est l'expression «durée moyenne» qui est utilisée.

<sup>(48)</sup> L'expert a utilisé les valeurs fournies par l'Italie. Lorsque ces données faisaient défaut (pour les BFP *inflation linked* et les BFP à dix-huit mois), l'expert a effectué des estimations raisonnables (respectivement, à sept ans et à dix-huit mois). Le taux d'escompte utilisé pour le calcul de la valeur actuelle des commissions annuelles est celui des bons du Trésor de même durée.

<sup>(49)</sup> Les taux de la convention 2006 sont appliqués à partir de 2006.

BFP à terme (sur support papier)		
	Rémunération annuelle constante	Rémunération annuelle variable
2000	[...]	[...]
2001	[...]	[...]
2002	[...]	[...]

- (119) Pour des raisons de prudence, l'expert s'est fondé, pour l'essentiel de l'étude, sur l'hypothèse d'une rémunération annuelle constante.
- (120) Les commissions initiales recalculées perçues par PI pour les BFP en fonction de la susdite hypothèse sont indiquées ci-après.

Tableau 9

## Commissions initiales recalculées perçues par PI pour les BFP

	2000	2001 <sup>(50)</sup>	2002	2003	2004	2005	2006
<i>BFP sur support papier (tous les BFP avant 2003)</i>							
BFP ordinaires	[...]	[...]	[...]	[...]	[...]	[...]	[...]
BFP à terme	[...]	[...]	[...]				
BFP 18 mois						[...]	[...]
<i>BFP dématérialisés (après 2003)</i>							
BFP ordinaires				[...]	[...]	[...]	[...]
BFP indexés ( <i>equity linked</i> )				[...]	[...]	[...]	[...]
BFP indexés ( <i>inflation linked</i> )							[...]
BFP 18 mois						[...]	[...]

<sup>(50)</sup> Les montants de 51,6 et de 25 millions, payés respectivement en 2001 et en 2002 pour des tâches spécifiques qui allaient au-delà de la simple distribution des BFP, ne sont pas compris dans les chiffres susmentionnés. L'expert en a toutefois vérifié l'incidence (*sensitivity check*) en concluant que leur intégration ne modifierait pas les conclusions du rapport.

**Comparaison avec les rémunérations estimées sur la base de l'échantillon des obligations bancaires**

- (121) Les données recueillies permettent d'effectuer une estimation des *spread* de la rémunération de marché pour la distribution des BFP. La rémunération de marché estimée est différente quoiqu'elle dépende du produit considéré, au cas par cas, comme étant le produit similaire adapté.
- (122) Dans le tableau 10 figurent les fourchettes des commissions initiales totales estimées pour les BFP (sur la base de l'analyse de régression effectuée à partir de l'échantillon des obligations bancaires) et des commissions effectives recalculées perçues par PI pour les BFP. La fourchette de rémunération effective pour les BFP est définie par les commissions minimales et maximales relevées pour la

période comprise entre 2000 et 2006. La fourchette utilisée pour la comparaison est définie par les valeurs minimales et maximales probables<sup>(51)</sup> des commissions des BFP obtenues sur la base des régressions des commissions sur les facteurs pertinents. Dans le tableau figurent en outre les fourchettes construites en ajoutant une ou deux déviations standard aux valeurs minimales et maximales probables<sup>(52)</sup>.

- (123) La référence aux intervalles classiques (moyenne + 1 écart-type) et (moyenne + 2 écarts-type) est utile pour évaluer la probabilité d'un événement: une observation dont la distance à la valeur probable est inférieure à un écart-type a une probabilité élevée d'être statistiquement similaire à la valeur probable. Quand elle est comprise entre un et deux écarts-type, la probabilité est inférieure mais pas anormalement faible. Quand elle est supérieure à deux écarts-types, la probabilité est assez faible et il est donc possible de parler d'un événement «rare» et potentiellement «anormal»<sup>(53)</sup>.

Tableau 10

**Commissions initiales recalculées et rémunérations de marché des BFP estimées sur la base de l'échantillon d'obligations bancaires, en %**

Forme de BFP	Sup. papier	Dématéria- lisé	Pap.	Dém.	Dématér.	Pap.	Dématér.
Type de BFP	Ordinaires	Ordinaires	A terme	Equity linked <sup>(54)</sup>	Inflation linked	18 mois	18 mois
Commiss. minimales BFP 2000-2006	[...]	[...]	[...]	[...]	[...]	[...]	[...]
Commiss. maximales BFP 2000-2006	[...]	[...]	[...]	[...]	[...]	[...]	[...]
valeur probable – valeur mini- male estimée	3,05	3,05	1,76	1,69	2,83	0,63	0,63
valeur probable + 1 dév. std. – valeur minimale estimée	3,40	3,40	2,11	2,51	2,14	0,88	0,92
valeur probable + 2 dév. std. – valeur minimale estimée	3,75	3,75	2,46	3,32	4,20	1,21	1,21
valeur probable – valeur maxi- male estimée	4,54	4,54	3,34	1,69	2,83	0,63	0,63

<sup>(51)</sup> En statistique, la valeur probable (ou espérance mathématique ou moyenne) d'une variable aléatoire est la somme des produits de toutes les valeurs possibles de la variable multipliée par la probabilité de ces valeurs. Elle représente par conséquent le montant moyen que l'on «prévoit» être le résultat du test aléatoire quand des probabilités identiques se répètent plusieurs fois. Dans ce contexte, les valeurs probables minimales et maximales se rapportent aux deux régressions ayant la meilleure performance, comme l'indique l'étude de l'expert. Les estimations basses, notamment, concernent l'échantillon des obligations bancaires à taux fixe et cet échantillon permet d'utiliser une variable importante du rendement à l'échéance dans l'analyse de régression. Les estimations les plus hautes découlent de l'analyse de régression fondée sur l'échantillon comprenant toutes les obligations bancaires «plain vanilla», et donc, aussi bien les titres à taux fixe que ceux à taux variable.

<sup>(52)</sup> En probabilité et en statistique, l'écart-type ou écart quadratique moyen est un indice de dispersion d'un ensemble de valeurs. Il est défini comme étant la déviation de la valeur quadratique moyenne (RMS) des valeurs, de leur moyenne ou comme la racine carrée de la variance. L'erreur standard d'une méthode de mesure ou d'estimation est l'écart quadratique moyen estimé de l'erreur dans cette méthode. Plus spécifiquement, elle permet l'estimation de l'écart-type de la différence entre les valeurs mesurées ou estimées et les valeurs effectives (source: Wikipedia).

<sup>(53)</sup> En comparant le résultat effectif aux «intervalles classiques» moyens plus une ou deux erreurs standard, on suppose habituellement que la distribution sous-jacente est symétrique et normale. Dans ce cas, nous pouvons dire que le résultat a 68,26 % de probabilité d'être compris dans l'intervalle «moyen plus ou moins une erreur standard» et 95,44 % de probabilité d'être compris dans l'intervalle «moyen plus ou moins deux erreurs standard». Toutefois, la pertinence de la référence à l'intervalle «moyen plus ou moins une ou deux erreurs standard» n'est pas limitée au cas de la distribution normale, si bien qu'il est possible, en général, qu'un événement compris dans la déviation standard de la moyenne (cet intervalle sera utilisé dans la prochaine section) puisse être considéré, grosso modo, comme «ordinaire».

Forme de BFP	Sup. papier	Dématéria- lisé	Pap.	Dém.	Dématér.	Pap.	Dématér.
Type de BFP	Ordinaires	Ordinaires	A terme	<i>Equity linked</i> <sup>(54)</sup>	<i>Inflation linked</i>	18 mois	18 mois
valeur probable + 1 dév. std. – valeur maximale estimée	5,25	5,25	4,05	2,51	3,51	0,92	0,92
valeur probable + 2 dév. std. – valeur maximale estimée	5,96	5,96	4,76	3,32	4,20	1,21	1,21

<sup>(54)</sup> Il est important de noter que l'analyse de régression sur l'échantillon des deux obligations bancaires structurées a une valeur explicative nettement plus faible par rapport au cas d'autres obligations bancaires utilisées pour estimer la rémunération de la distribution d'autres types de BFP. À ce sujet, l'expert souligne: «Les résultats de la simulation sont, dans le cas des BFP *index linked*, difficiles à concilier avec des raisons économiques fondamentales, c'est-à-dire que la raison pour laquelle les BFP *index linked* devraient comporter des commissions aussi inférieures à la moyenne obtenue dans le sous-échantillon des obligations bancaires *equity linked* n'est pas évidente. Cette observation, associée aux preuves de la faible valeur explicative des régressions pour les commissions de BFP indexés, suggère, à notre avis, que dans ce cas, il convient d'attribuer plus de poids au résultat de la simple comparaison des valeurs moyennes, qui amène à conclure à une conformité avec le marché.» Les paramètres descriptifs révèlent que la rémunération moyenne versée pour les obligations bancaires *equity indexed* est de 3,10 % et pour les obligations bancaires *inflation indexed* de – 2,82 %. Les deux valeurs sont supérieures à la rémunération maximale perçue par PI pour les BFP *index linked* et *inflation linked*.

(124) L'expert est, par conséquent, arrivé aux conclusions suivantes:

- a) pour les BFP à 18 mois, les BFP ordinaires dématérialisés et les BFP *inflation linked*: test «absolument univoque» de la conformité avec le marché;
- b) pour les BFP *index linked* et les BFP ordinaires sur support papier: test qui ne peut pas être considéré comme «absolument univoque» mais qui tend clairement vers la conformité avec le marché. Dans ces cas-là, les commissions des BFP sont, selon les simulations fondées sur la régression, ou inférieures à la valeur probable ou se situent dans l'intervalle (valeur probable + deux déviations standard);
- c) pour les BFP à terme: possibilité d'une valeur maximale anormale en 2001.

(125) L'expert indique également les commissions de distribution prévues pour les BFP ordinaires et les BFP à terme, quand elles incluent des variables indépendantes dites *muettes* <sup>(55)</sup>/ auxiliaires pour chaque distributeur de façon à intégrer le facteur des politiques de prix de chaque distributeur — élément non pris en compte par l'analyse de régression faisant l'objet du tableau 10:

Tableau 11

**Rémunérations estimées des BFP pour les distributeurs**

	Oblig. bancaires <i>plain vanilla</i>	Oblig. bancaires à intérêt fixe Bonds
	A: BFP ordinaires	
UBM	3,60 %	3,23 %
PopVicenza	3,06 %	2,65 %
Antonveneta	2,95 %	2,98 %
Carige	2,62 %	2,53 %

<sup>(55)</sup> Dans l'analyse de régression, une variable muette (dite également variable binaire ou simplement muette) est une variable qui ne peut avoir que deux valeurs, 1 ou 0, pour indiquer l'absence ou la présence d'effets éventuels catégoriques qui pourraient influencer le résultat. L'utilisation de variables muettes augmente habituellement le coefficient de détermination (*model fit*) au détriment d'une certaine liberté, en réduisant le caractère de généralité du modèle. Trop de variables muettes donnent un modèle qui ne permet pas une conclusion générale (source: Wikipedia).

	Oblig. bancaires <i>plain vanilla</i>	Oblig. bancaires à intérêt fixe Bonds
	A: BFP ordinaires	
IntesaSanPaolo	2,25 %	2,73 %
SanPaoloIMI	1,44 %	2,45 %
	B: BFP à intérêt fixe	
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 %

### **Comparaison avec des commissions des fonds communs**

- (126) Les commissions initiales totales recalculées versées à PI pour la distribution de BFP (estimation ponctuelle) et des fonds communs de placement monétaires figurent dans le tableau 12.

Tableau 12

### **Commissions initiales recalculées et rémunérations annuelles de marché des BFP estimées sur la base de l'échantillon de fonds communs**

BFP ordinaires			
	BFP	Fonds communs de placement monétaires	
Année		Moyenne	Moyenne + 1 déviation standard
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 %
BFP à terme			
	BFP	Fonds communs de placement monétaires	
Année		Moyenne	Moyenne + 1 déviation standard
2000	[...]	1,15 %	3,08 %
2001	[...]	1,15 %	2,80 %
2002	[...]	1,65 %	3,30 %



- (127) En utilisant des nombres absolus, en termes de rémunération annuelle constante, l'expert a calculé les montants de la rémunération annuelle versée pour la distribution de BFP correspondant à la rémunération que PI aurait obtenue si elle avait été rétribuée aux taux moyens des distributeurs de fonds communs comparables. Les montants annuels absolus de la rémunération pour les BFP et de la rémunération qui aurait résulté des conditions des fonds communs de placement monétaires figurent dans le tableau 13.

Tableau 13

**Rémunérations effectives estimées des BFP en montants absolus**

	BFP	Fonds communs de placement monétaires	
		Moyenne	Moyenne + 1 déviation standard
2000	361	217	426
2001	439	235	459
2002	316	355	596
2003	416	457	721
2004	482	519	803
2005	582	762	1 062
2006	559	820	1 139
Total 2000-2006	3 157	3 364	5 207

- (128) L'expert conclut que:
- Avec la première méthode (tableau 12), les commissions des BFP sont presque toujours comprises entre la valeur probable et la valeur probable plus un écart-type, quand elles sont estimées sur la base des commissions inhérentes aux fonds communs de placement monétaires, et presque toujours au-dessous de la valeur probable, estimée en fonction des fonds en obligations euro-d'État.
  - Avec la seconde méthode (tableau 13), la rémunération totale effective perçue par PI est toujours inférieure à la rémunération qui aurait été la sienne en appliquant les conditions moyennes des fonds en obligations euro-d'État. La rémunération totale effective est en outre inférieure à la rémunération qui aurait résulté de l'application des conditions moyennes des fonds communs de placement monétaires au cours de la période comprise entre 2003 et 2006. Au cours de la période comprise entre 2000 et 2003, elle n'est pas inférieure à la moyenne résultant de l'application des fonds communs de placements monétaires mais elle est inférieure à la rémunération correspondant à la valeur probable plus un écart-type.
  - L'hypothèse finale de conformité avec le marché découlant des tests comparatifs sur les commissions des fonds communs peut être considérée comme presque «absolument univoque».

**Commissions spécifiques pour la production de BFP papier**

- (129) La rémunération totale versée par CDP à PI se montait à 15 millions EUR en 2003, 16 millions EUR en 2004 et 18 millions EUR en 2005 et en 2006 (voir tableau 5).

- (130) La rémunération pour la production de BFP papier ne fait pas l'objet des analyses précédentes relatives à la conformité avec le marché des commissions versées à PI pour la distribution des BFP. Ce choix résulte du fait que l'expert juge raisonnable de ne pas prendre en compte ce composant dans le calcul de la commission initiale additionnelle car il concerne une caractéristique très spécifique des BFP que l'on ne trouve pas dans des produits financiers assimilables au cours de la période comprise entre 2000 et 2006. Comme nous l'avons déjà vu, l'Italie compare la compensation que reçoit PI pour la production de BFP papier avec la compensation requise par les fonds communs pour l'émission de certificats sous format papier. L'Italie fait observer que cette dernière est comprise entre 10 et 20 EUR par certificat, souligne que la compensation versée par CDP à PI est égale à 1,70 par BFP papier et conclut que ce montant ne semble pas excessif. L'expert confirme que les montants portés au débit des fonds communs pour la production de certificats sur support papier correspondent au niveau indiqué par l'Italie.
- (131) La rémunération versée par CDP à PI pour la production de bons papier peut par conséquent être jugée conforme au marché.

#### **Conclusion de l'expert**

- (132) La conclusion générale du rapport de l'expert est que la rémunération versée à PI pour la distribution des BFP au cours de la période comprise entre 2000 et 2006 est conforme au marché.

### **VIII. APPRÉCIATION DE LA MESURE**

- (133) Pour décider si une mesure constitue une aide d'État selon l'article 87, paragraphe 1, du traité, la Commission doit, en principe, évaluer si le régime:
- est concédé par l'État, ou bien moyennant des fonds publics;
  - confère un avantage économique;
  - peut fausser la concurrence en favorisant certaines entreprises ou certaines productions;
  - a une incidence sur les échanges entre États membres.

#### **VIII.1. Contexte de l'appréciation**

- (134) Dans le cas d'espèce, pour parvenir à une conclusion, la Commission devra se limiter à évaluer si la rémunération en question a conféré un avantage à PI.
- (135) Aux termes du décret du 6 octobre 2004, la collecte de l'épargne postale est devenue un service d'intérêt économique général<sup>(56)</sup>. En conséquence, à compter de 2004, le cadre d'appréciation est constitué par l'arrêt *Altmark*<sup>(57)</sup>.
- (136) À ce sujet, la Commission a déjà constaté, dans la décision d'ouverture de la procédure, que PI, entreprise bénéficiaire, doit acquitter des obligations de service public et que ces obligations sont clairement définies. Les paramètres qui servent à calculer la rémunération ont été établis préalablement de manière objective et transparente, notamment avec les conventions entre CDP et PI. Il restait à vérifier si la rémunération ne dépassait pas ce qui est nécessaire pour couvrir tout ou partie des coûts occasionnés par l'exécution des obligations de service public, en tenant compte des recettes y relatives ainsi que d'un bénéfice raisonnable. En outre, en l'absence d'une procédure concurrentielle, il

<sup>(56)</sup> La Commission ne considère toutefois pas que les conventions successives passées entre CDP et PI équivalent en elles-mêmes à la concession d'un service d'intérêt économique général.

<sup>(57)</sup> Arrêt dans l'affaire C-280/00 *Altmark Trans GmbH et Regierungspräsidium Magdeburg contre Nahverkehrsgesellschaft Altmark GmbH*, Rec. 2003 p. I-07747, et affaires jointes C-34/01 à C-38/01 *Enirisorse SpA contre Ministère des Finances*, Rec. 2003 p. I-14243.

convenait de déterminer le niveau de la compensation nécessaire en s'inspirant d'une analyse des coûts qu'une entreprise moyenne, gérée de manière efficace et disposant des moyens adéquats, aurait dû supporter pour acquitter de telles obligations, compte tenu des recettes y relatives ainsi que d'un bénéfice raisonnable pour exécuter lesdites obligations.

- (137) Si les rémunérations versées par CDP étaient conformes au marché, elles constitueraient une estimation appropriée du niveau des coûts qu'une entreprise moyenne, gérée de manière efficace, aurait dû supporter pour acquitter ces obligations, compte tenu des recettes y relatives et d'un bénéfice raisonnable pour exécuter lesdites obligations. Ces rémunérations respecteraient donc les quatre critères de l'arrêt *Altmark* et ne constitueraient pas une aide <sup>(58)</sup>. Enfin, si avant que PI et CDP ne soient chargées du service d'intérêt économique général, les rémunérations annuelles versées par CDP à PI sur les *libretti postali* avaient été conformes au marché, il est évident que PI n'en aurait tiré aucun avantage et que ces rémunérations n'auraient pas constitué une aide d'État.
- (138) Pour analyser la conformité avec le marché des rémunérations versées par CDP, la Commission présente les principales phases de la méthode (qu'elle s'approprie dans la décision d'ouverture de la procédure) appliquée moyennant l'analyse comparative et suivie des deux études successives:
- en premier lieu, il convient de procéder à l'identification des produits les plus assimilables aux divers types de BFP (section VIII.2). Pour ce faire, il est de la plus grande importance d'identifier les facteurs essentiels qui ont une incidence sur le niveau des commissions de distribution et d'en tenir dûment compte;
  - en second lieu, il faut vérifier les rémunérations de marché versées par les opérateurs du marché pour la distribution des produits assimilables et de les comparer à la rémunération versée par CDP (section VIII.3).

## VIII.2. Identification de produits similaires

### VIII.2.1. Validation de l'étude de l'expert

- (139) Les trois études diffèrent essentiellement en matière de produits similaires identifiés et de facteurs déterminant la rémunération et influençant le choix des produits assimilables. Le tableau suivant présente les produits similaires indiqués par les trois études:

Tableau 14

#### Produits similaires selon les trois études

Produit	Analyse comparative	Études ABI	Étude de l'expert
BFP ordinaires	Obligations structurées <i>corporate</i> avec notation égale ou supérieure à BBB de S&P et/ou Baa2 de Moody's	BTP de durée égale	Obligation bancaire <i>plain vanilla</i> (à taux fixe et à taux variable)
BFP à terme	Obligations structurées <i>corporate</i> avec notation égale ou supérieure à BBB de S&P et/ou Baa2 de Moody's	BOT, CTZ et BTP selon la vie résiduelle du BFP	Obligations bancaires <i>plain vanilla</i>
BFP indexés ( <i>inflation linked et equity linked</i> )	Obligations structurées <i>corporate</i> avec notation égale ou supérieure à BBB de S&P et/ou Baa2 de Moody's	Pour BFP <i>inflation linked</i> : BTP-euros indexés; pour BFP <i>equity linked</i> : obligations financières <i>index linked</i> avec notation égale ou supérieure à A + de S&P et/ou Aa2 de Moody's	Obligations bancaires indexées ( <i>equity</i> ou <i>inflation linked</i> selon les cas)

<sup>(58)</sup> Voir également la décision d'ouverture de la procédure du 22 novembre 2006, point 88.

Produit	Analyse comparative	Études ABI	Étude de l'expert
BFP 18 mois	Obligations structurées <i>corporate</i> avec A- de S&P et/ou A3 de Moody's.	Obligations d'État à court terme (BOT et CTZ)	Certificats de dépôt (CD) <sup>(59)</sup> , avec suggestions utiles des obligations bancaires à taux fixe de plus courte durée, et fonds communs de placement monétaires
Observations sur d'autres produits similaires	L'Italie pense que les BFP sont des produits assimilables aux fonds communs de placement ouverts euro-d'État	L'ABI avait d'abord soutenu que les BFP étaient assimilables aux fonds communs de placement ouverts en euro-obligations. L'étude ABI ne revient toutefois pas sur cette similitude.	Des indications utiles pour déterminer le niveau de marché de la rémunération versée pour la distribution des BFP (à l'exception des BFP indexés) pourraient résulter de l'observation de la rémunération pour les types les plus comparables de fonds communs de placement, notamment les fonds monétaires.

<sup>(59)</sup> Les données publiques pertinentes faisant défaut — les émetteurs n'étant pas tenus de publier les commissions de distribution pour les certificats de dépôt — l'étude de l'expert ne fait pas largement référence à ce type de produit similaire.

- (140) Selon la Commission, la méthode appliquée par l'expert (voir notamment le tableau 7) et les résultats de l'étude sont parfaitement appropriés. Les produits similaires identifiés répondent en particulier aux interrogations des deux parties, autorités italiennes et ABI, comme nous le verrons par la suite. Tous les facteurs pertinents pour la définition des caractéristiques essentielles des produits financiers de référence sont évalués et pesés avec bon sens. L'étude de l'expert identifie en outre un facteur très significatif qui a une incidence sur les commissions de distribution et que les deux parties — autorités italiennes et ABI — ont omis de prendre en considération: le réseau de distribution. À ce sujet, l'expert fait observer qu'en effet — du moins en Italie — il est possible d'offrir, par le canal de la distribution qui s'adresse aux investisseurs du marché de détail, un rendement inférieur, pour le même profil de risque, à celui qu'offre une distribution analogue s'adressant aux investisseurs institutionnels. Dans ce cas, les recettes supplémentaires résultant de la distribution par le réseau de détail, au regard des commissions perçues par les opérateurs de la distribution institutionnelle, peuvent être assimilées à une forme de répartition des bénéfiques produits <sup>(60)</sup>.
- (141) Quoiqu'il ne soit pas possible d'identifier des produits parfaitement similaires aux BFP, l'étude de l'expert permettra de fixer la rémunération de marché estimée pour des produits ayant des caractéristiques analogues aux BFP (par exemple, moyennant l'analyse de régression).

#### VIII.2.2. Avis de la Commission sur les arguments présentés par l'Italie

- (142) Avec l'analyse comparative, l'Italie a, à plusieurs reprises, affirmé que l'option *put* implicite présente dans les BFP rend ces obligations plus complexes que les «*plain vanilla*» et permet de les considérer comme des obligations «structurées».
- (143) La Commission pense que certains instruments, tels que les obligations «*plain vanilla*» et les actions ordinaires, ont des structures et des rendements relativement simples tandis que d'autres présentent des structures et des rendements complexes conditionnés par le comportement des activités sous-jacentes ou dépendant d'une série d'événements (par exemple, obligations structurées et obligations ayant un composant découlant du type d'option). Expliquer mais surtout vendre un produit à la structure complexe aux investisseurs du marché de détail est un exercice exigeant pour les réseaux de détail qui doivent investir dans la formation du personnel et consacrer des ressources et un temps précieux au processus de distribution.

<sup>(60)</sup> Dans ce contexte, la Commission constate une notion commune aux spécialistes financiers, à savoir qu'en raison des défaillances de marché, les commissions de distribution diffèrent selon qu'elles appartiennent au niveau institutionnel ou au niveau de détail. La différence des commissions, aux conditions actuelles de marché, bénéficient aux intermédiaires et non plus aux émetteurs (voir *The path to bond market efficiency: how increased al dettaglio? distribution can lower borrowing costs*, de Hayes, Roger G., «Government Finance Review», 1.6.2003).

- (144) Il n'existe donc aucun document officiel créant des effets juridiques, publié par une autorité de réglementation, qui donne une définition exacte d'obligation «*plain vanilla*» ou «structurée»<sup>(61)</sup>. En outre, si l'on adoptait une définition large du terme d'obligation «structurée», de nombreux produits financiers se situeraient entre les *plain vanilla* et les structurées au sens strict. À ce sujet, l'expert remarque qu'une obligation avec option de demande de remboursement anticipé telle que le BFP, n'est pas assimilable à une obligation structurée typique. En effet, la structure du rendement des BFP est simple et les petits épargnants italiens connaissent parfaitement, depuis des décennies, la signification d'option de remboursement anticipé avec droit à la restitution du capital investi et des intérêts exigibles. Par conséquent, un engagement particulier du distributeur n'est pas nécessaire pour expliquer à l'investisseur les caractéristiques du produit.
- (145) Vu ce qui précède, l'expert approuve la définition selon laquelle est «structurée» l'obligation dont le rendement est lié à l'évolution de certains paramètres, en fonction d'un mécanisme prévu dans le règlement d'émission.
- (146) La Commission convient donc avec l'expert que la présence d'une option *put* intégrée dans les BFP ne suffit pas pour que ces obligations soient assimilables à des obligations «structurées» selon la définition courante.
- (147) En conclusion, la comparaison entre les BFP et les instruments structurés proposée par l'Italie n'est pas appropriée<sup>(62)</sup>, sauf pour les BFP indexés.

#### VIII.2.3. Avis de la Commission sur les arguments de l'ABI

- (148) L'ABI a proposé à plusieurs reprises la comparaison avec les obligations d'État à court terme et à long terme. Cette comparaison n'est toutefois pas appropriée car les produits du Trésor sont essentiellement distribués auprès des investisseurs institutionnels tandis que la distribution des obligations bancaires et des BFP est effectuée moyennant le processus propre au secteur de détail du marché. En outre, la commission de distribution des bons du Trésor portée par les banques aux débits des investisseurs du marché de détail n'est pas un prix de marché résultant de l'interaction de l'offre et de la demande de services de distribution de détail, mais est fixée par acte unilatéral moyennant la publication d'un règlement de l'État ayant force de loi. Cette commission ne peut par conséquent pas représenter le niveau de marché de la rémunération pour les services de distribution sur le marché italien<sup>(63)</sup>.
- (149) La Commission considère que les produits assimilables identifiés par l'expert répondent aux interrogations de l'ABI car i) les obligations bancaires sont émises par les sociétés financières et sont donc des produits similaires plus adaptés aux BFP émis par CDP; ii) à notation égale, les obligations d'État et les obligations bancaires présentent le même profil de risque iii) ce sont les «*plain vanilla*» et non pas les obligations bancaires structurées qui sont jugées assimilables aux BFP ordinaires et à terme.

#### VIII.2.4. Conclusion

- (150) Par conséquent, la Commission considère comme pertinents, aux fins de la présente décision, les produits similaires identifiés par l'expert, c'est-à-dire, en premier lieu, les obligations bancaires et donc les fonds communs de placement ayant des caractéristiques analogues.

<sup>(61)</sup> Selon un glossaire financier d'usage commun sur l'internet (InvestorWords.com), par «*structured note*», on entend «*a debt security with one or more special features, such as making payments based on an underlying index. For instance, a structured note is a bond which, instead of paying the typical interest payments, will use an index, such as the S&P 500, to determine the amount of the interest payment. This type of debt security is complex and is used primarily by sophisticated investors*». L'OCSE adopte la définition suivante: «*structured bonds have characteristics that are designed to attract a certain type of investor and/or take advantage of particular market circumstances. However, structuring securities to appeal to a particular type of investor risks the possibility of loss of liquidity if the market moves in such a way as to make the structured features of the issue no longer attractive. Typically the structured features are achieved through the use of derivatives—for instance, a credit-linked note is a bond with an embedded credit derivatives*».

<sup>(62)</sup> La note de Banca d'Italia sur la définition des termes «obligations structurées» ne modifie nullement cette position. La Commission pense que le vrai problème n'est pas *terminologique*, ne porte pas sur le choix de l'adjectif approprié à un substantif donné, mais *substantiel* car il s'agit de trouver le produit parfaitement comparable à un produit financier spécifique. Même en admettant que les BFP ordinaires sont des obligations structurées, il faudrait toutefois les comparer avec les obligations structurées ayant des caractéristiques similaires, c'est-à-dire qui intègrent une option *put* de type américain pour l'investisseur, et rien de plus.

<sup>(63)</sup> Y compris dans l'hypothèse où les bons du Trésor constitueraient, comme les obligations bancaires, les produits les plus assimilables aux BFP, selon l'expert, l'évaluation empirique de la rémunération de marché pour la distribution des BFP n'en serait pas pour autant modifiée. La Commission est d'accord avec l'expert.

### VIII.3. Rémunérations de marché estimées pour les BFP

#### VIII.3.1. Méthode d'évaluation de la rémunération de marché

##### a) BFP

- (151) La Commission considère que la méthode et les calculs appliqués par l'expert aux commissions *upfront* (payées d'avance) équivalentes pour les BFP sont appropriés. Notamment,
- le classement de la rémunération en fonction de leur nature (annuelle, *upfront*, autre) est correct,
  - la durée prévue, le calcul de la valeur actuelle et le taux d'escompte pour tous les produits tels qu'indiqué par l'expert, reposent sur des hypothèses raisonnables.
- (152) Par conséquent, les commissions *upfront* fixées par l'expert sont correctes.

##### b) Produits assimilables

- (153) La Commission tient compte de la disponibilité limitée de données et approuve l'expert quand il affirme, sur la base de la lecture économique et des recherches de marché, qu'il n'existe pas de produits financiers parfaitement assimilables aux BFP, vu tous les facteurs pertinents qui entrent en jeu. La Commission pense que la masse de données recueillies et utilisées par l'expert est qualitativement et quantitativement <sup>(64)</sup> appropriée aux fins de la présente décision.
- (154) La Commission pense également qu'une conclusion sur l'ensemble de la période (2000-2006) est pertinente, car il ressort des entretiens de l'expert que le volume des commissions n'a pas subi de modifications sensibles depuis 2000 (certaines réponses ont même indiqué une diminution). En outre, les négociations entre les parties ont porté sur les conditions de rémunération particulièrement variables au cours des ans (par exemple, la commission de gestion annuelle a diminué en termes de pourcentages et de volume). La Commission est d'avis que la rémunération doit être négociée en tenant compte d'un calendrier pluriannuel. Développer tout le raisonnement sur une période pluriannuelle est par conséquent pertinent.
- (155) La Commission convient en outre avec l'expert que, compte tenu d'une structure de rémunération différente pour les BFP et tous les produits financiers assimilables, il est nécessaire que le taux de rémunération pour la distribution de produits différents soit exprimé en termes homogènes. À ce propos, quoique seules les commissions de distribution s'appliquent aux obligations bancaires, la Commission juge correct de calculer des commissions initiales équivalentes pour les fonds communs de placement.
- (156) La Commission pense aussi que l'analyse de régression fondée sur l'échantillon d'obligations bancaires constitue, en général, la meilleure méthode pour déterminer la rémunération de marché pour la distribution des BFP. Elle convient donc avec l'expert que la statistique descriptive pour les fonds communs, que l'ABI, aussi bien que l'Italie, identifie comme des produits assimilables, peut servir à tirer des conclusions utiles. Par conséquent, les moyennes/les valeurs probables calculées par l'expert peuvent être acceptées par la Commission.

<sup>(64)</sup> L'expert a recueilli une quantité considérable de prospectus d'information sur des obligations bancaires cotées sur TLX, second marché réglementé italien pour les obligations après Borsa Italiana et géré par TSX S.p.A. Il a donc consulté les sites web des plus grandes banques italiennes: 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, y compris le site de Poste Italiane. Compte tenu de ces données, il a saisi toutes les émissions d'obligations libellées en euro sur les prospectus desquelles figurait la commission de distribution. L'ensemble de données comprend un total de 511 émissions d'obligations distribuées sur le marché italien. Vu que l'obligation de communiquer les commissions de distribution n'a été que récemment introduite (par la «directive prospectus», transposée en mars 2006 avec effet à compter de novembre 2006), la base de données est principalement composée d'obligations émises après 2006. L'expert a donc pu identifier les commissions de distribution pour 162 obligations bancaires émises avant 2006. En tout, l'ensemble de données comprend les émissions de 42 émetteurs distribuées au travers de 28 réseaux bancaires. L'expert a également réalisé une série d'entretiens sur le terrain afin de s'informer des facteurs pertinents pour la détermination des commissions de distribution.

- (157) Toutefois, une différence technique est apparue entre la Commission et l'expert en matière de fourchette (erreur-type/écart-type) à appliquer aux valeurs probables afin de vérifier si la rémunération est conforme au marché. La Commission ne juge pas nécessaire d'approfondir la question vu que les fourchettes ne sont pas nécessaires aux fins de l'appréciation.

#### VIII.3.2. Analyse de conformité avec le marché

- (158) L'analyse impose l'évaluation de la conformité avec le marché des produits suivants durant la période de référence.

Tableau 15

#### Période de souscription pour les différents types de BFP

Type de BFP	Forme dématérialisée	Support papier
BFP ordinaires	2003-2006	2000-2006
BFP à termes	pas de souscription	2000-2002
BFP 18 mois	2005-2006	2005-2006
BFP indexés: equity linked	2003-2006	pas de souscription
BFP indexés: inflation linked	2006	pas de souscription

#### a) BFP dématérialisés

- (159) En ce qui concerne les BFP dématérialisés, il ressort de la comparaison entre les valeurs des tableaux 9 et 10 ce qui suit:

- BFP ordinaires: durant la période de référence la commission initiale équivalente des BFP est égale à 2,64 %, tandis que la valeur minimale estimée est de 3,05 %. La rémunération est donc conforme au marché.
- BFP a 18 mois: durant la période de référence, la commission initiale équivalente des BFP est égale à 0,65 %, tandis que la valeur probable représente 0,63 %. La rémunération des BFP est si proche de la valeur probable que la Commission peut raisonnablement tirer comme seule conclusion la conformité avec le marché <sup>(65)</sup>. En outre, la Commission pense, précisément ainsi que le souligne l'expert, que le produit bancaire le plus similaire est le certificat de dépôt. Malgré la petite taille de l'échantillon de certificats de dépôts — obligations auxquelles ne s'applique pas de commission initiale et pour lesquelles sont versées des commissions annuelles de 0,60 % — la Commission pense que, aux fins de la présente décision, il est possible d'en vérifier la commission de distribution. Si l'on calcule la valeur actuelle en 2005 et 2006 d'une commission annuelle de 0,60 % pour une obligation à 18 mois <sup>(66)</sup>, on obtient une commission initiale équivalant à 0,863 % qui est supérieure à la valeur estimée de la commission initiale pour les BFP à 18 mois. La rémunération est donc conforme au marché <sup>(67)</sup>.
- BFP *index linked*: durant la période de référence, la commission initiale équivalente des BFP est de 2,64 %. Toutefois, vu que l'analyse de régression ne fournit que peu d'explications quant à l'échantillon des obligations bancaires structurées (voir note 55), et que les fonds communs de placement constituent un produit similaire inapproprié pour les BFP *index linked*, la Commission partage l'analyse de l'expert, raison pour laquelle il convient de se baser sur les fonctions descriptives. Il en résulte que:

<sup>(65)</sup> En outre, même dans l'hypothèse où l'écart-type calculé par l'expert ne serait pas approprié, il est en fait très probable que la valeur estimée de marché + 1 erreur standard corrigée soit supérieure à la rémunération versée à PI.

<sup>(66)</sup> En supposant le paiement semestriel d'une commission égale à 0,30 %.

<sup>(67)</sup> La rémunération comportant une commission initiale maximale d'environ 0,7 % est conforme au marché.

- i) la rémunération pour les BFP *inflation linked* durant la seule année de référence (2006) serait inférieure à la rémunération moyenne pour les obligations bancaires *inflation linked* (2,82 % d'après 42 observations);
- ii) la rémunération pour les BFP *index linked* durant la période de référence (2003-2006) serait inférieure à la rémunération moyenne pour les obligations bancaires *index linked* (3,10 % d'après 109 observations).

La rémunération est donc conforme au marché.

b) BFP à dix-huit mois sur support papier

- (160) les BFP à 18 mois sur support papier sont rémunérés au même taux que les bons dématérialisés (aucune commission de gestion annuelle pour ce type de BFP n'étant prévue). La conclusion de conformité avec le marché s'impose également pour ces bons.

c) BFP ordinaires et BFP à terme sur support papier

- (161) La dernière vérification à effectuer concerne la conformité au marché des rémunérations versées pour les BFP ordinaires sur support papier au cours de la période comprise entre 2000 et 2006 et pour les BFP à terme sur support papier au cours de la période comprise entre 2000 et 2002.
- (162) La Commission constate que l'expert compare aussi les BFP papier avec les produits assimilables dématérialisés, n'ayant pas pu identifier parmi les produits en circulation des produits appropriés assimilables sur support papier.
- (163) La Commission pense que les activités spécifiques exercées par PI dans le cas des bons papiers se distinguent de la simple production de certificats papier pour laquelle est imputée une commission spécifique (voir considérants 129 à 131).
- (164) Il est essentiel de souligner, à ce niveau, que la différence entre les commissions globales des BFP sur support papier et dématérialisés découle uniquement de la part, dans la commission, relative à la gestion <sup>(68)</sup>.
- (165) PI exerce des activités spécifiques inhérentes à la gestion des stocks de BFP papier. En effet, il est possible d'«acquérir» des BFP ordinaires sur support papier dans n'importe quel bureau de poste italien et à tout moment: n'importe qui peut entrer dans un bureau de poste et présenter un document d'identité avec le montant en numéraire qu'il entend investir dans des BFP. Pour cette raison, disposer d'un compte-courant postal n'est pas nécessaire vu que les BFP papier peuvent être acquis en versant des espèces. L'employé fera remplir à l'intéressé quelques formulaires, inscrira son nom sur les certificats et lui remettra physiquement les bons. La même chose se produit au moment du remboursement des BFP papier. La gestion de ces processus suppose des efforts d'organisation qui ne sont pas nécessaires dans le cas des BFP dématérialisés et des obligations bancaires, ou sont moins onéreux.
- (166) Par conséquent, puisqu'une rémunération plus élevée sur le stock annuel des BFP papier semble justifiée par les activités exercées par PI pour les bons papier, la comparaison des commissions initiales totales estimées entre les BFP ordinaires sur support papier et les obligations bancaires serait inévitablement à l'avantage de PI et il faudrait fonder la conclusion de conformité avec le marché de la rémunération pour la distribution des BFP principalement sur les données relatives aux BFP dématérialisés.

<sup>(68)</sup> Dans la commission, la part relative à la souscription est la même pour les BFP papier que pour les BFP dématérialisés.



- (167) La Commission approuve l'expert lorsque celui-ci affirme que PI exerce des activités spécifiques au regard des BFP papier qui dépassent la compensation pour la production matérielle de bons papier <sup>(69)</sup>. Cette activité supplémentaire justifie des commissions annuelles plus élevées. En moyenne, durant la période de référence, la rémunération annuelle versée à PI pour les activités spécifiques supplémentaires de gestion des bons papier est environ égale à 0,14 % du stock des BFP papier (voir tableau 4) <sup>(70)</sup>. Bien qu'il ne soit pas possible de quantifier avec précision les coûts de la gestion des bons papier, la Commission pense que la rémunération plus élevée identifiée ci-dessus n'est pas excessive si l'on tient compte du travail et des efforts d'organisation que suppose la gestion de bons papier (ainsi que cela est expliqué au point 166). En 2006, les commissions de gestion versées à PI se montaient à peine à 7 126 EUR par bureau de poste. En 2000-2001, quand des objectifs qualitatifs spécifiques <sup>(71)</sup> ont été négociés entre les parties, les commissions de gestion versées à PI étaient égales, respectivement à 18 064 et à 14 231 EUR par bureau de poste <sup>(72)</sup>. La Commission pense que ces niveaux de commissions sont proportionnés aux activités de gestion des bons papier et conformes au marché. La Commission constate donc que la tendance de ces rétributions annuelles est, elle aussi, décroissante et que le volume des bons papier devrait diminuer avec le temps.
- (168) En ce qui concerne les BFP à terme — qui n'existaient pas sous forme dématérialisée — la Commission a calculé les commissions versées à PI en excluant la rémunération des activités de gestion. Au cours de la période comprise entre 2000 et 2002, la donnée obtenue (1,72 % en moyenne, selon une approche prudente <sup>(73)</sup>) est inférieure tant à la valeur minimale probable de la rémunération (1,76 % — voir tableau 10) qu'à différentes rétributions estimées pour les BFP à terme, en tenant compte des politiques des prix de divers distributeurs (voir tableau 11, B). La Commission peut par conséquent conclure que la rémunération pour les BFP papier à terme est conforme au marché.
- (169) Ce qui précède permet de conclure que la rémunération pour la distribution des BFP ordinaires et des BFP à terme sur support papier est conforme au marché.
- (170) La Commission en arrive donc à la conclusion que les rétributions versées pour la distribution de tous les BFP papier au cours de la période comprise entre 2000 et 2006 sont conformes au marché.

#### **Autre méthode**

- (171) Sinon, dans ce cas spécifique, la Commission aurait pu juger que les commissions versées à PI étaient conformes au marché même lorsqu'elles étaient inférieures à la valeur maximale probable.
- (172) Il résulte par conséquent du tableau 10 que la rémunération pour les BFP ordinaires et à terme sur support papier serait conforme au marché. En effet, la valeur maximale probable pour les BFP ordinaires sur support papier est égale à 4,54 % (valeur maximale estimée), tandis que la commission maximale au cours de la période comprise entre 2000 et 2006 est de 3,07 %. Les valeurs respectives pour les BFP à terme sur support papier sont 3,34 % et 3,09 %.

#### VIII.3.3. Observations spécifiques

##### a) Méthode de la rémunération annuelle variable

- (173) La Commission serait arrivée aux mêmes conclusions en utilisant la méthode de la rémunération annuelle variable.

<sup>(69)</sup> Les frais supplémentaires directs inhérents à la production de certificats papier sont compensés en partie — voir section VIII.3.3.b de la présente décision.

<sup>(70)</sup> Le fait que les commissions de gestion ne soient pas calculées de la même manière au cours de la période comprise entre 2000 et 2006 ne modifie pas l'appréciation de la Commission.

<sup>(71)</sup> La Commission est, par ailleurs, satisfaite du test de robustesse effectué par l'expert sur les montants versés en 2001 et en 2002 pour les activités spécifiques dépassant la simple distribution des BFP.

<sup>(72)</sup> Les bureaux de poste étaient au nombre de 13 950 en 2000 et de 13 787 en 2001 (source: bilans de PI).

<sup>(73)</sup> La commission de gestion utilisée dans le calcul est égale à 0,13 %, c'est-à-dire qu'il s'agit de la commission de gestion la plus basse versée à PI durant la période 2000-2002 et elle ne peut être jugée excessive. Le taux d'escompte appliqué par la Commission à ce niveau est la moyenne des taux d'escompte annuels à cinq ans. Une autre méthode consisterait à utiliser les commissions effectives de gestion versées année après année à PI pour toute la durée des bons à terme. Cette méthode permettrait de déduire encore plus nettement la conformité avec le marché des commissions pour les BFP à terme sur support papier.

- (174) Il s'agit d'une méthode acceptable car la Commission part du principe que dans les négociations annuelles entre PI et CDP il a été tenu compte de la variabilité des commissions annuelles.
- (175) La Commission serait même arrivée à des conclusions plus précises confirmant la conformité avec le marché en recourant à cette approche.

#### b) Rémunération pour la production de BFP papier

- (176) Selon les observations de l'expert, il est possible d'affirmer, en toute certitude, que la circulation sur support papier est spécifique au BFP, exception faite des parts des fonds communs de placement pour lesquelles ce système est encore légalement admis. L'ABI elle-même admet que les marchés financiers traitent aujourd'hui presque exclusivement des produits dématérialisés. En outre, l'ABI n'oppose aucun argument ou donnée pour constater la conformité avec le marché de cette dernière rémunération et ne conteste pas le calcul de la rémunération pour la production de bons papier fondé sur la comparaison avec les certificats papier représentant les parts des fonds communs de placement. La Commission approuve par conséquent la conclusion de l'expert à ce sujet (voir considérants 129 à 131).

### VIII.4. Réponse aux autres observations de l'Italie et de l'ABI

#### VIII.4.1. Italie

- (177) En ce qui concerne les arguments formulés par l'Italie au sujet de la conformité avec le marché de la marge inhérente aux services de distribution des BFP (considérants 85 à 88), la Commission constate que le niveau de rentabilité selon la simulation de l'Italie, ne suffit pas à démontrer la conformité avec le marché des commissions de distribution des BFP car, ainsi que les autorités italiennes le reconnaissent elles-mêmes, PI ne tenant pas une comptabilité séparée pour chaque produit financier spécifique, il n'est pas possible, aux fins de la présente décision, de recueillir des informations fiables sur les charges et les produits inhérents aux BFP.
- (178) La comparaison entre la marge globale de PI/Bancaposta et la marge de l'ensemble des services correspondants offerts par le système bancaire est même fort imprécise.
- (179) La Commission juge par conséquent que, sur la base de cet argument, il est impossible de tirer une quelconque conclusion relative à la conformité avec le marché des commissions de distribution des BFP concernant un seul service de Bancaposta et en comparant des activités et des produits du système bancaire qui ne sont pas comparables.
- (180) En ce qui concerne la comparaison entre les structures des commissions des BFP et des *libretti postali* et l'extrapolation de la rémunération des BFP prétendument conforme au marché, sur la vie moyenne de l'instrument, utilisée par les autorités italiennes (considérant 82), la Commission pense que l'hypothèse de l'effet linéaire de la durée sur les commissions de distribution est, comparée aux analyses de l'expert, bien trop simpliste. Il est en outre plus correct de comparer les BFP à des instruments financiers émis par des opérateurs de marché.

#### VIII.4.2. ABI

- (181) L'ABI affirme que le taux interne de rendement pour une obligation d'État est toujours inférieur à celui d'une *corporate* à notation équivalente et que cela est dû à une différence de profil de risque, y compris pour des instruments financiers ayant la même classe de notation. La Commission pense au contraire que cette différence dépend davantage de la diversité des réseaux de distribution (de détail contre institutionnels) que du profil de risque.

### VIII.5. Comptabilité séparée

- (182) Selon la réglementation communautaire sur les aides d'État concédées sous forme de compensations des obligations de service public <sup>(74)</sup>, quand une entreprise est chargée de la fourniture de plusieurs services d'intérêt économique général, la comptabilité interne de l'entreprise doit permettre de garantir l'absence de surcompensation au niveau de chaque service d'intérêt économique général.
- (183) Selon les informations transmises par l'Italie, il appert qu'il n'existe pas dans la comptabilité interne de PI de séparation correcte entre les charges/produits liés au service d'intérêt économique général en matière d'épargne postale et les charges/produits inhérents à d'autres activités.
- (184) La Commission rappelle par conséquent que l'Italie a une obligation à acquitter en ce sens.

### IX. CONCLUSIONS

- (185) La rémunération de marché versée par l'Italie à Poste Italiana pour la distribution des BFP est une estimation correcte du niveau des charges qu'une entreprise moyenne, gérée de manière efficace, devrait supporter pour remplir ces obligations, compte tenu des recettes y relatives et d'une marge de bénéfice raisonnable aux fins de l'exécution desdites obligations.
- (186) Pour conclure, depuis la mise en œuvre du service d'intérêt économique général en 2004 les quatre critères de l'arrêt *Altmark* ont été respectés. Les rémunérations versées à PI pour la distribution des BFP entre 2004 et 2006 ne constituent pas des aides d'État.
- (187) Durant la période précédant la concession à PI et à CDP du service d'intérêt économique général, les rémunérations versées à PI pour la distribution des BFP étaient conformes au marché. Vu que PI n'a bénéficié d'aucun avantage, ces rémunérations ne constituent pas non plus une aide d'État.
- (188) La Commission pense que les rémunérations versées à PI pour la distribution des BFP au cours de la période comprise entre 2000 et 2006 ne constituent pas une aide d'État,

A ARRÊTÉ LA PRÉSENTE DÉCISION:

#### *Article premier*

Les rémunérations versées par les autorités publiques italiennes à Poste Italiana pour le service de distribution des *Buoni Fruttiferi Postali* (BFP) au cours de la période comprise entre 2000 et 2006 ne constituent pas une aide d'État selon l'article 87, paragraphe 1, du traité.

#### *Article 2*

La République italienne est destinataire de la présente décision.

Fait à Bruxelles, le 21 octobre 2008.

*Par la Commission*  
Neelie KROES  
*Membre de la Commission*

---

<sup>(74)</sup> JO C 297 du 29.11.2005, p. 4.