

SKLEP KOMISIJE (EU) 2019/1968**z dne 2. avgusta 2019****o ukrepu SA.21445 – C42/2006, Italijanske republike za obrestovanje tekočih računov Poste Italiane, deponiranih pri državni blagajni***(notificirano pod dokumentarno številko C(2019) 5649)***(Besedilo v italijanskem jeziku je edino verodostojno)****(Besedilo velja za EGP)**

EVROPSKA KOMISIJA JE –

ob upoštevanju Pogodbe o delovanju Evropske unije in zlasti prvega pododstavka člena 108(2) Pogodbe,

ob upoštevanju Sporazuma o Evropskem gospodarskem prostoru in zlasti člena 62(1)(a) Sporazuma,

po pozivu vsem zainteresiranim stranem, naj predložijo svoje pripombe v skladu z navedenima določbama ⁽¹⁾, in ob upoštevanju teh pripomb,

ob upoštevanju naslednjega:

1. Postopek

- (1) Združenje Associazione Bancaria Italiana (v nadaljnjem besedilu: združenje ABI ali pritožnik) je z dopisom z dne 30. decembra 2005 pri Komisiji vložilo pritožbo zaradi različnih ukrepov, ki koristijo bančnim dejavnostim družbe Poste Italiane SpA (v nadaljnjem besedilu: družba Poste Italiane). Komisija je bila zlasti obveščena, da bo Italijanska republika (v nadaljnjem besedilu: Italija) v skladu z dogovorom med Italijo in družbo Poste Italiane sredstva, zbrana na poštinih tekočih računih družbe Poste Italiane in deponirana pri državni blagajni, obrestovala po približno 4-odstotni obrestni meri, družba Poste Italiane pa bo poštne tekoče račune obrestovala po približno 1-odstotni obrestni meri (v nadaljnjem besedilu: ukrep). Razlika med obrestno mero za depozite (tj. obrestno mero, ki jo družba Poste Italiane izplača imetnikom poštne tekočega računa) in obrestno mero za posojila (tj. obrestno mero, ki jo družba Poste Italiane prejme od državne blagajne za sredstva, ki jih pri njej deponira) je bila večja od ustrezne „tržne“ razlike, zato je po mnenju pritožnika pomenila državno pomoč.
- (2) Komisija je z dopisom z dne 7. februarja 2006 Italiji predložila vrsto vprašanj v zvezi z obrestmi, plačanimi za poštne tekoče račune. Italija je na navedena vprašanja odgovorila v dopisu z dne 21. aprila 2006. Srečanje z italijanskimi organi in družbo Poste Italiane je potekalo 30. marca 2006.
- (3) Komisija je z dopisom z dne 26. septembra 2006 Italijo obvestila, da bo v zvezi z ukrepom začela postopek iz člena 108(3) Pogodbe o delovanju Evropske unije (v nadaljnjem besedilu: PDEU). Komisija je zainteresirane strani pozvala, naj predložijo pripombe o ukrepu ⁽²⁾.
- (4) Komisija je z odločbo z dne 16. julija 2008 ⁽³⁾ (v nadaljnjem besedilu: odločba iz leta 2008) sklenila, da so obresti, ki jih je dodelila Italija, državna pomoč, nezdružljiva z notranjim trgov, in odredila njeno takojšnje vračilo.

⁽¹⁾ UL C 290, 29.11.2006, str. 8.⁽²⁾ Glej opombo 1.⁽³⁾ Odločba Komisije 2009/178/ES z dne 16. julija 2008 o shemi državne pomoči C 42/06 (ex NN 52/06) Italije za obrestovanje tekočih računov Poste Italiane pri državni blagajni (UL L 64, 10.3.2009, str. 4).

- (5) Družba Poste Italiane je 4. decembra 2008 pri Splošnem sodišču vložila tožbo, s katero je zahtevala razveljavitev odločbe iz leta 2008.
- (6) Splošno sodišče je odločbo iz leta 2008 s sodbo z dne 13. septembra 2013 v zadevi T-525/08 ⁽⁴⁾ razglasilo za nično (v nadaljnjem besedilu: sodba iz leta 2013).
- (7) 30. oktobra 2014 je bil na spletnem mestu Komisije objavljen razpis za zbiranje ponudb ⁽⁵⁾ za pripravo poročila o analizi in primerjavi donosa možnih naložb sredstev, ki jih je družba Poste Italiane zbrala s ponujanjem poštних tekočih računov v obdobju 2005–2007.
- (8) Javno naročilo je bilo 19. decembra 2014 oddano Univerzi v Perugii. Poročilo je bilo končano novembra 2015.

2. Natančen opis ukrepa in upravičenke

2.1 Družba Poste Italiane

- (9) Družba Poste Italiane je ponudnica univerzalnih poštних storitev v Italiji, ki opravlja storitev splošnega gospodarskega pomena, tj. obveznost univerzalnih poštних storitev ⁽⁶⁾, v skladu z drugo direktivo o poštних storitvah ⁽⁷⁾ in predpisi o univerzalnih poštних storitvah. Finančne storitve trenutno niso vključene v obseg storitev splošnega gospodarskega pomena, za opravljanje katerih je pooblašena družba Poste Italiane.
- (10) Družba Poste Italiane poleg osnovnih poštних storitev ponuja integrirane produkte, pa tudi komunikacijske, logistične in finančne storitve po vsej Italiji.
- (11) Bančne dejavnosti družbe Poste Italiane se izvajajo prek v celoti vključenega oddelka, imenovanega BancoPosta.
- (12) V obdobju 2005–2007 je bila glavna delničarka družbe Poste Italiane Italija s 65-odstotnim deležem, družba Cassa Depositi e Prestiti (v nadaljnjem besedilu: družba CDP) pa je bila manjšinska delničarka družbe Poste Italiane s 35-odstotnim deležem. Družba CDP je bila del javne uprave do konca leta 2003, ko se je preoblikovala v delniško družbo. Družba CDP je od leta 2003 še vedno pod nadzorom Italije, čeprav se je 30 % njenega osnovnega kapitala preneslo na 65 bančnih skladov ⁽⁸⁾. Tudi družba Poste Italiane je bila v času izvedbe ukrepa pod nadzorom Italije.

2.2 Ukrep

- (13) Ukrep, ki se ocenjuje, se nanaša na obrestovanje sredstev, ki jih je družba Poste Italiane zbrala na poštних tekočih računih in deponirala pri državni blagajni v treh letih v obdobju 2005–2007.
- (14) Obveznost deponiranja sredstev pri državni blagajni (v nadaljnjem besedilu: obveznost) ⁽⁹⁾ je bila določena z zakonom št. 266 z dne 23. decembra 2005 ⁽¹⁰⁾ (v nadaljnjem besedilu: zakon iz leta 2005), obrestovanje pa je bilo določeno s Sporazumom med Italijo in družbo Poste Italiane, sprejetim 23. februarja 2006 (v nadaljnjem besedilu: Sporazum).

⁽⁴⁾ Sodba Splošnega sodišča v zadevi T-525/08, Poste Italiane SpA proti Komisiji, ECLI:EU:T:2013:481.

⁽⁵⁾ http://ec.europa.eu/competition/calls/tenders_closed.html, COMP/2014/017.

⁽⁶⁾ Univerzalna storitev vključuje prenos pošilk korespondence in naslovljenih tiskovin, ki tehtajo do 2 kg, ter poštних paketov, ki tehtajo do 20 kg, pa tudi storitve, povezane s priporočenimi in vrednostnimi pošilkami.

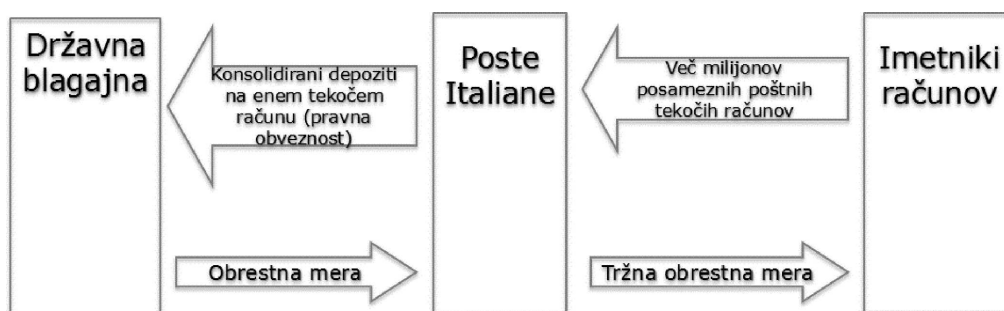
⁽⁷⁾ Direktiva Evropskega parlamenta in Sveta 2002/39/ES z dne 10. junija 2002 o spremembah Direktive 97/67/ES glede nadaljnega odpiranja trgov poštних storitev v Skupnosti konkurenci (UL L 176, 5.7.2002, str. 21).

⁽⁸⁾ V skladu s členom 5 zakonskega odloka št. 269 z dne 30. septembra 2003 in zakonom o pretvorbi št. 326 z dne 24. novembra 2003 so se delnice družbe CDP dodelile Italiji. Poleg tega lahko imajo bančni skladi in drugi javni ali zasebni subjekti skupno v lasti le manjšinske deleže kapitala družbe CDP.

⁽⁹⁾ Storitve poštne tekočega računa je bila v osnovi urejena z zakonom iz leta 1917, ki je bil objavljen v GU 219 z dne 6. septembra 1917 in spremenjen z odredbo št. 822 z dne 22. novembra 1945, objavljeno v GU 12 z dne 15. januarja 1946. Ta zakon je do leta 2003 določal zlasti, da se sredstva, zbrana na poštних tekočih računih, deponirajo na računu družbe CDP z enako obrestno mero, kot jo je družba CDP prejela za svojo dejavnost financiranja, znižano za 15 stotin odstotne točke. Družbo CDP je v skladu z odredbo z dne 5. decembra 2003 nadomestila državna blagajna.

⁽¹⁰⁾ Objavljen v GU 302 z dne 29. decembra 2005, „supplemento ordinario“ 211.

- (15) Po odredbi z dne 5. decembra 2003 ⁽¹¹⁾ se lahko odnos med družbo Poste Italiane in državno zakladnico opiše z naslednjim diagramom:



- (16) Zakon iz leta 2005 je določal, da denarne obresti, plačane družbi Poste Italiane za depozite pri državni blagajni, opredelita Italija in družba Poste Italiane v skladu s tržnimi parametri.
- (17) Po zakonu iz leta 2005 so bili s Sporazumom opredeljeni konkretni mehanizmi za določanje obrestnih mer za triletno obdobje; veljati je začel 4. aprila 2006 ⁽¹²⁾ z učinkom za nazaj od 1. januarja 2005. Letna obrestna mera je bila v bistvu izračunana kot tehtano povprečje donosa italijanskih državnih obveznic ⁽¹³⁾ na 30 let (80 %) in 10 let (10 %) ter dvanajstmesečnih zakladnih menic ⁽¹⁴⁾ (10 %). Letne obrestne mere državnih vrednostnih papirjev in zakladnih menic, uporabljene kot referenčne obrestne mere v Sporazumu, so bile izračunane na podlagi aritmetičnega povprečja 24 tečajnih vrednosti, ki jih prvega in petnajstega dne vsakega meseca sporoči MTS SpA (družba, ki zagotavlja elektronsko grosistično trgovanje z italijanskimi državnimi obveznicami in drugimi vrednostnimi papirji z določenim rokom zapadlosti). Zato je določba o spremembi parametrov vsakih 15 dni določala spremenljivo naravo indeksacije. Poleg tega bi lahko družba Poste Italiane v primeru znatnih sprememb krivulje obrestnih mer (na primer spremembe razmerja med dolgoročnimi in kratkoročnimi obrestnimi merami) revidirala shemo izračunavanja. Od Sporazum bi lahko odstopila katera koli stranka konec vsakega leta ob upoštevanju šestmesečnega odpovednega roka.
- (18) Obrestna mera v letih 2005, 2006 in 2007 je znašala 3,9 %, 4,25 % oziroma 4,7 %.
- (19) Italija je zakon iz leta 2005 spremenila z zakonom št. 296 z dne 27. decembra 2006 (v nadaljnjem besedilu: zakon iz leta 2006) ⁽¹⁵⁾. V zakonu iz leta 2006 je bil opredeljen nov naložbeni okvir: zahteva, da mora družba Poste Italiane deponirati sredstva, zbrana na poštinih tekočih računih zasebnih strank (tj. ki niso v lasti javne uprave), je bila odpravljena, družba Poste Italiane pa je morala navedena sredstva naložiti v državne obveznice v euroobmočju ⁽¹⁶⁾. Nov naložbeni okvir se je v skladu z zakonom iz leta 2006 postopno uvajal v letu 2007 in bil dokončno vzpostavljen do konca navedenega leta.

2.3 Odločba iz leta 2008

- (20) Komisija je v odločbi iz leta 2008 ugotovila, da ukrep, ki se ocenjuje (tj. obrestovanje, ki ga je državna zakladnica na podlagi Sporazuma odobrila družbi Poste Italiane), pomeni državno pomoč, ki ni združljiva z notranjim trgov, ter odredila njeno takojšnje in učinkovito vračilo.

2.3.1 Preudaren zasebni posojilojemalec

- (21) Da bi Komisija v odločbi iz leta 2008 dokazala obstoj prednosti v smislu člena 107(1) PDEU, je primerjala obrestno mero, ki jo je državna blagajna plačala družbi Poste Italiane v skladu s Sporazumom (v nadaljnjem besedilu: obrestna mera iz Sporazuma) in obrestno mero, ki bi jo preudaren zasebni posojilojemalec plačal na trgu v podobnih razmerah (v nadaljnjem besedilu: obrestna mera, odobrena preudarnemu zasebnemu posojilojemalcu).

⁽¹¹⁾ Objavljeni v GU 288 z dne 12. decembra 2003.

⁽¹²⁾ Izvajanje Sporazuma je bilo odobreno z ministrsko odredbo z dne 3. aprila 2006.

⁽¹³⁾ BTP: Buoni del Tesoro Poliennali.

⁽¹⁴⁾ BOT: Buoni ordinari del Tesoro.

⁽¹⁵⁾ Objavljen v GU 299 z dne 27. decembra 2006.

⁽¹⁶⁾ Po navedbah Italije znesek sredstev, zbranih na poštinih računih zasebnih strank, zajema približno 70–75 % vseh sredstev, zbranih na poštinih računih.

- (22) Kot je pojasnjeno v uvodni izjavi 119 odločbe iz leta 2008, bi preudarni zasebni posojilodajalec pri določanju obrestne mere za posojila upošteval zlasti naslednje dejavnike:
- (a) bruto znesek deponiranih sredstev;
 - (b) stabilnost deponiranih sredstev;
 - (c) povprečno trajanje/zapadlost in spremembe deponiranih sredstev ter
 - (d) prevzeta finančna tveganja.
- (23) Komisija je v odločbi iz leta 2008 ocenila, da bruto zneski deponiranih sredstev znašajo 35 milijard EUR, kar je precejšen denarni znesek od enega posojilodajalca. Vendar je Komisija ugotovila, da je depozit, ki ga je družba Poste Italiane vložila v državno blagajno, konec leta 2005 pomenil le 2,8 % preostalega zneska državnih vrednostnih papirjev. Poleg tega je bilo v navedenem obdobju preveč ponudb za nakup italijanskih državnih obveznic. Zato ni bilo nobenih znakov, da je bilo na trgu pomanjkanje sredstev in da je bil depozit družbe Poste Italiane bistven za odpravo tega pomanjkanja (uvodna izjava 124 odločbe iz leta 2008).
- (24) Kar zadeva stabilnost deponiranih sredstev, je Komisija menila, da se lahko 10 % depozitov na poštnih tekočih računih obravnava kot nestanovitnih, 90 % pa kot stabilnih (uvodna izjava 133 odločbe iz leta 2008).
- (25) Kar zadeva povprečno trajanje/zapadlost depozitov, je Komisija razlikovala med aktivnim upravljanjem sredstev, ki bi bilo mogoče v odsotnosti Sporazuma, in pasivnim upravljanjem sredstev, ki izhaja iz obveznosti. Preudaren zasebni posojilodajalec bi moral pričakovati, da se bo obveznost spremenila v največ petih letih, in bi to upošteval pri določanju obrestne mere. Komisija je navedla, da pri aktivnem upravljanju sredstev povprečna zapadlost skupnega zneska sredstev, zbranih na poštnih tekočih računih, znaša nekaj manj kot pet let. V skladu s tem bi moral preudaren zasebni posojilodajalec tržne obresti za stabilni del depozitov izračunati na podlagi donosa petletne obveznice (namesto donosa za 10 ali 30 let, kot se zahteva s Sporazumom). Kar zadeva nestanovitni del depozitov, bi preudaren zasebni posojilodajalec obresti izračunal na podlagi trimesečnih zakladnih menic (namesto dvanajstmesečnih, kot se zahteva s Sporazumom).
- (26) Kar zadeva finančna tveganja, povezana z depoziti s poštnih tekočih računov, je Komisija ugotovila, da likvidnostno tveganje v celoti nosi posojilodajalec (tj. državna blagajna) in ne družba Poste Italiane. Na podlagi Sporazuma bi morala državna blagajna, če bi deponenti dvignili svoj denar s poštnih tekočih računov, družbi Poste Italiane zagotoviti potrebna sredstva v enakem znesku.
- (27) Komisija je sklenila (uvodna izjava 178 odločbe iz leta 2008), da je obrestna mera iz Sporazuma višja od obrestne mere, odobrene preudarnemu zasebnemu posojilodajalcu, in sicer jo je leta 2005 presegla za 1,09 %, leta 2006 za 0,65 % in leta 2007 za 0,47 %. Komisija je na podlagi tega sklenila, da ukrep pomeni državno pomoč v smislu člena 107(1) PDEU.

2.3.2 Analize naložbenih politik družbe Poste Italiane ob odsotnosti obveznosti

- (28) Komisija je v svoji oceni *ad abundantiam* preučila alternativne naložbene možnosti, ki bi jih po navedbah Italije imela na voljo družba Poste Italiane ob odsotnosti obveznosti, zlasti naložbe, ki jih je družba Poste Italiane izvedla s sredstvi, zbranimi prek svojih zavarovalniških dejavnosti, tj. družbe Poste Vita SpA, in alternativne strategije aktivnega upravljanja sredstev. V zvezi s tem je Komisija analizirala, ali bi te alternativne naložbe družbi Poste Italiane zagotovile podoben ali višji donos od tistega, določenega s Sporazumom.
- (29) Komisija je ugotovila, da te alternativne naložbe družbi Poste Italiane z vidika razmerja med tveganjem in donosom ne bi zagotovile podobnega ali višjega donosa od tistega, določenega s Sporazumom.

2.4 Razglasitev ničnosti odločbe iz leta 2008: sodba iz leta 2013

- (30) Splošno sodišče je s sodbo iz leta 2013 odločbo iz leta 2008 razglasilo za nično.

- (31) Splošno sodišče je menilo, da obstoj pozitivne razlike med obrestno mero iz Sporazuma in obrestno mero, odobreno preudarnemu zasebnemu posojilojemalcu, ni zadosten dokaz za to, da je bila družbi Poste Italiane dodeljena prednost.
- (32) Splošno sodišče je ugotovilo, da je Komisija obrestno mero, odobreno preudarnemu zasebnemu posojilojemalcu, ocenila na podlagi štirih parametrov, opisanih v uvodni izjavi 22 tega sklepa. Na podlagi tega je sklenilo, da obrestna mera, odobrena preudarnemu zasebnemu posojilojemalcu, ni bila tržna obrestna mera ⁽¹⁷⁾.
- (33) Splošno sodišče je menilo, da bi imela družba Poste Italiane kljub temu, da obrestna mera, odobrena preudarnemu zasebnemu posojilojemalcu, ni bila na ravni tržne obrestne mere, prednost le, če bi bila obrestna mera iz Sporazuma višja od donosa, ki bi ga lahko družba Poste Italiane razumno dosegla v odsotnosti obveznosti.
- (34) Splošno sodišče je presodilo, da bi morala Komisija za sklep, da je imela družba Poste Italiane zaradi ukrepa prednost, dejavno dokazati, da družba Poste Italiane v odsotnosti obveznosti ne bi mogla doseči višjega donosa z vlaganjem depozitov s poštnih tekočih računov kot z obrestno mero iz Sporazuma.
- (35) Splošno sodišče je sklenilo, da je Komisija v odločbi iz leta 2008 storila očitno napako, ker je na podlagi pozitivne razlike med obrestno mero iz Sporazuma in obrestno mero, odobreno preudarnemu zasebnemu vlagatelju, sklepala, da ukrep družbi Poste Italiane prinaša prednost.
- (36) Po mnenju Splošnega sodišča razlogi, ki jih je Komisija navedla, da bi izpodbila upoštevnost elementov, ki jih je predložila Italija, niso bili ustrezno utemeljeni.
- (37) Splošno sodišče je ugotovilo tudi, da je Komisija *ad abundantiam* ocenila donose, ki jih je družba Poste Italiane dosegla z vlaganjem sredstev, zbranih prek njenih zavarovalniških dejavnosti, in donose, dosežene v okviru strategije aktivnega upravljanja sredstev, ter sklenila, da se s takimi alternativnimi naložbenimi strategijami v zadevnem obdobju ne bi dosegle obrestne mere, ki bi bile z vidika razmerja med tveganjem in donosom podobne ali višje kot obrestne mere, določene s Sporazumom.
- (38) Splošno sodišče je presojalo, ali je Komisija na podlagi svoje ocene alternativnih naložbenih strategij, ki jih je predlagala Italija, pravilno sklenila, da ukrep pomeni državno pomoč.
- (39) Splošno sodišče je menilo, da provizije za upravljanje, povezane s poštnimi tekočimi računi in zavarovalniškimi produkti, niso pomembne za primerjavo donosov, ustvarjenih z obrestno mero iz Sporazuma in alternativnimi naložbenimi strategijami. Posledično je menilo, da je Komisija napačno odštela navedene provizije, ter da primerjava med obrestno mero iz Sporazuma in donosi, od katerih so bile odštete provizije za upravljanje, povezane z zavarovalniškimi produkti, ni pomembna za oceno, ali ukrep pomeni državno pomoč.
- (40) V zvezi s strategijo aktivnega upravljanja sredstev je Splošno sodišče navedlo, da Komisija ni mogla smiselno primerjati obrestne mere iz Sporazuma in donosa na podlagi strategije aktivnega upravljanja sredstev, ker se je osredotočila na omejeno triletno obdobje, ki ni bilo reprezentativno za donos, dosežen s strategijo aktivnega upravljanja sredstev.
- (41) Poleg tega je Splošno sodišče menilo, da je kapitalski dobiček pomemben parameter strategij aktivnega upravljanja sredstev, zato ga ne bi smeli izključiti iz analize združljivosti ukrepa z notranjim trgom. Komisija je trdila, da bi bilo treba kapitalski dobiček izključiti iz analize, saj ga ni bilo mogoče predhodno predvideti, zato so bili donosi, ustvarjeni s strategijo aktivnega upravljanja sredstev, po odbitku navedenega kapitalskega dobička nižji od obrestne mere iz Sporazuma ali obrestne mere, odobrene preudarnemu zasebnemu posojilojemalcu.
- (42) Po mnenju Splošnega sodišča dejstvo, da so bili donosi, ustvarjeni s strategijo aktivnega upravljanja sredstev, po odbitku kapitalskega dobička nižji od obrestne mere iz Sporazuma, ni bilo pomembno za ugotovitev obstoja prednosti v smislu člena 107(1) PDEU.

⁽¹⁷⁾ Sodba iz leta 2013, točka 65 „la Commission a uniquement examiné le niveau de rémunération que le Trésor aurait pu demander unilatéralement compte tenu de quatre paramètres, à savoir la masse des fonds déposés, la stabilité de ces fonds, la durée moyenne du dépôt des fonds et les risques financiers supportés. Dans ces conditions, le taux de l'emprunteur privé, défini aux considérants 119 à 180 de la décision attaquée, ne constitue pas véritablement un „taux de marché““.

- (43) Po mnenju Splošnega sodišča je sklep Komisije v odločbi iz leta 2008, da družba Poste Italiane v odsotnosti obveznosti ne bi mogla doseči donosov, ki bi bili enaki obrestni meri iz Sporazuma ali višji od nje, temeljil na napačnih ali netočnih informacijah.
- (44) Zato je Splošno sodišče odločbo iz leta 2008 razglasilo za nično. Pritožba zoper sodbo iz leta 2013 ni bila vložena.

3. Pripombe zainteresiranih strani

3.1 Pripombe združenja ABI

- (45) Združenje ABI je v dopisu z dne 27. decembra 2006 predložilo naslednje pripombe:
- (a) združenje ABI je navedlo, da so sredstva, deponirana pri državni blagajni, pomenila dolg, ki ga je morala državna blagajna plačati v letu po depozitu. Kot je Komisija trdila v sklepu o začetku postopka ⁽¹⁸⁾, likvidnostnega tveganja, povezanega z deponiranimi sredstvi, ne krije družba Poste Italiane, ampak državna blagajna. To bi pomenilo, da bi morala državna blagajna v primeru zmanjšanja deponiranih zneskov iz enega leta v naslednje družbi Poste Italiane izplačati obresti po obrestni meri, določeni s Sporazumom, in ji vrniti razliko med deponiranimi zneski;
 - (b) po navedbah združenja ABI so sredstva, zbrana na računu državne blagajne, kratkoročna. Poleg tega se ta sredstva uporabljajo za financiranje običajnih proračunskih potreb;
 - (c) družba CDP je na podlagi ministrske odredbe z dne 5. decembra 2003 (glej uvodno izjavo 15) pri državni blagajni odprla dva tekoča računa s spremenljivo obrestno mero, enakovredno aritmetičnemu povprečju bruto šestmesečne obrestne mere za zakladne menice in obrestne mere indeksa Rendistato ⁽¹⁹⁾;
 - (d) nazadnje bi bilo treba za oceno, ali obresti, ki jih je družba Poste Italiane prejela za sredstva, deponirana pri državni blagajni, pomenijo državno pomoč, primerjati obrestno mero, odobreno družbi Poste Italiane, z obrestno mero za kratkoročne (dvanajstmesečne) zakladne menice. Januarja 2005 je bila obrestna mera za dvanajstmesečne zakladne menice 2,21-odstotna, kar pomeni, da bi bile obresti, ki jih je prejela družba Poste Italiane, precejšene za 1,69 %.

3.2 Pripombe Italije

- (46) Italija je v dopisih z dne 31. oktobra 2006, 29. decembra 2006, 16. februarja 2007, 30. marca 2007, 2. aprila 2007, 1. junija 2007, 27. novembra 2007, 29. februarja 2008, 7. marca 2008 in 23. aprila 2008 predložila več pripomb.
- (47) Prvič, Italija je spomnila, da je bilo treba finančne obresti, ki so se izplačale družbi Poste Italiane, na podlagi zakona iz leta 2005 in Sporazuma določiti v skladu s tržnimi parametri. Po mnenju Italije iz navedenih obresti ni izhajala nobena prednost.

3.2.1 Nihanje zneskov, deponiranih na poštnih tekočih računih

- (48) Drugič, po trditvah Italije bi se lahko poštni tekoči računi primerjali z bančnimi tekočimi računi le od leta 2001 naprej, ko je bil uveden nov produkt „Conto BancoPosta“. Zneski, deponirani pri državni blagajni, so pred letom 2001 nihali – depoziti na tekočih računih so se na primer znatno zmanjšali v poznih devetdesetih letih prejšnjega stoletja, zlasti v letih 1996 in 1997, zaradi sprejetja zakona št. 662 z dne 23. decembra 1996, v skladu s katerim je bilo treba zapreti račune, ki jih je državna blagajna uporabljala za izplačevanje državnih pokojnin. Zaradi tega zaprtja so se depoziti zmanjšali za približno 11 milijard EUR (stanje na dan 1. januarja 1997). Po mnenju Italije je točen vzrok teh nihanj težko opredeliti, in sicer zaradi zunanjih političnih dejavnikov, pa tudi zato, ker je bila družba Poste Italiane v tistem obdobju javna institucija. Po preoblikovanju družbe Poste Italiane v javno družbo leta 1998 so se zneski, deponirani pri državni blagajni, redno in postopoma povečevali.

3.2.2 Narava Sporazuma

- (49) Italija je navedla, da je Sporazum med državno blagajno in družbo Poste Italiane pregledno urejal njun finančni odnos. Sporazum je veljal tri leta in je bil časovno omejen, čeprav je bila v njem predvidena možnost, da katera koli stranka odstopi od pogodbe, če tržni pogoji ne zagotavljajo več skladnosti mehanizma za izračun obrestovanja depozita.

⁽¹⁸⁾ Glej opombo 1.

⁽¹⁹⁾ Indeks Rendistato od 1. oktobra 1995 prikazuje povprečni bruto donos obdavčljivih večletnih državnih obveznic s preostalo zapadlostjo več kot eno leto (vir: Banka Italije).

- (50) Po trditvah Italije je izbira spremenljive obrestne mere za Sporazum pripomogla k zagotavljanju skladnosti z obrestno mero, ki je skladna s trgov. Zlasti je bila spremenljiva obrestna mera pravična obrestna mera za državno blagajno, ker je za državno blagajno pomenila stroške v skladu s stroški alternativnih virov financiranja, npr. srednje-/dolgoročnega dolga.
- (51) Italija je navedla, da je družba Poste Italiane od leta 2007 za aktivno upravljanje sredstev uporabljala konservativen pristop, ki se je razlikoval iz tistega iz Sporazuma, saj je družbi Poste Italiane omogočal oblikovanje portfelja na podlagi razporeditve sredstev v skladu s cilji in finančno strategijo družbe.

3.2.3 Spremembe pravne obveznosti glede deponiranja sredstev pri državni blagajni

- (52) Italija je Komisijo obvestila, da je bil zakon, v skladu s katerim je morala družba Poste Italiane sredstva, zbrana na poštinih tekočih računih, deponirati pri državni blagajni, decembra 2006 razveljavljen z zakonom iz leta 2006. V skladu s tem zakonom je družba Poste Italiane sredstva, zbrana na poštinih tekočih računih zasebnih strank, vložila v državne obveznice v euroobmočju (glej uvodno izjavo 19). Novi zakon je bil zasnovan tako, da je družbi Poste Italiane zagotavljal večjo finančno neodvisnost.

3.2.4 Stabilnost sredstev, zbranih na poštinih tekočih računih

- (53) Italija je v podporo svojemu stališču o stabilnosti deponiranih sredstev predložila rezultate dveh modelov: notranjega statističnega modela, ki ga je izdelala družba Poste Italiane, ter modela, ki ga je družba Poste Italiane razvila v sodelovanju s svetovalno družbo [...] in je bil namenjen opredelitvi preudarnega gibanja sredstev, zbranih na poštinih tekočih računih.
- (54) Notranji modeli so temeljili na analizi dnevnega odklona zneskov sredstev, zbranih na poštinih tekočih računih, in povprečnih zneskov, pri čemer so bila uporabljena le pretekla gibanja tekočih računov. Modeli so pokazali, da so se zneski, deponirani pri državni blagajni, povečevali (sredstva, zbrana na računih zasebnih strank, so znašala približno 75 % vseh sredstev, zbranih na poštinih tekočih računih). Povečeval se je tudi stabilni del depozitov, ki je znašal 90 % celotnega povprečnega depozita (s 85 % leta 2002 na 92 % leta 2006). Z internimi modeli je bil določen tudi nestanovitni del depozitov, ki se je zmanjšal na približno 10 %.
- (55) Model [...], ki je po mnenju Italije zelo konservativen, je pokazal, da se je trajanje skupnega števila poštinih tekočih računov razlikovalo od trajanja posameznega poštnega tekočega računa. Če so se nekatere stranke dejansko odločile zapreti svoj račun čez noč, je bil učinek na celotni znesek sredstev, ki jih je zbrala družba Poste Italiane, zanemarljiv zaradi velikega števila strank, nizkega povprečnega depozita na teh računih in zato, ker so depozite strank, ki so zaprle račune, nadomestili depoziti novih strank.
- (56) To vrsto preudarnega modela, ki ga je razvila družba [...], je v času veljavnosti Sporazuma v okviru aktivnega upravljanja likvidnosti uporabljalo več italijanskih bank, da bi opredelile trajanje svojih tekočih računov in ga nato upoštevale pri ustreznem naložbenem portfelju v okviru upravljanja svojih sredstev/obveznosti. Družba Poste Italiane je navedeni preudarni model uporabila za določitev trajanja sredstev, zbranih na poštinih tekočih računih (zasebnih strank ⁽²⁰⁾), v obdobju 2005–2006, ko je morala vsa sredstva deponirati pri državni blagajni (pasivno upravljanje likvidnosti), in v obdobju po 1. januarju 2007, ko je sredstva, zbrana na poštinih tekočih računih zasebnih strank, vlagala v državne obveznice v euroobmočju (aktivno upravljanje likvidnosti).

⁽²⁰⁾ Leta 2006 so poštni tekoči računi zasebnih strank (tj. brez javne uprave) zajemali [...], od česar je [...] pripadalo fizičnim strankam, [...] pa podjetjem.

3.2.4.1 Pasivno upravljanje sredstev

- (57) Po trditvah Italije je bil namen modela [...] v okviru pasivnega upravljanja likvidnosti družbe Poste Italiane količinsko opredeliti trajanje stabilnih in nestanovitnih delov depozitov, opredeljenih z notranjimi modeli, na podlagi analize pretekle nestanovitnosti poštnih tekočih računov in verjetnega vedenja imetnikov računov. Specifikacija enega modela ⁽²¹⁾ je pokazala, da sta imeli približno dve tretjini sredstev zelo dolgo trajanje, trajanje ene tretjine pa se je gibalo od 0 do 10 let. Zato je bila povprečna življenjska doba ustreznega naložbenega portfelja 4,1 leta, Macaulayjevo trajanje ⁽²²⁾ pa 3,2 leta. Pri alternativni specifikaciji modela ⁽²³⁾ bo povprečno trajanje ustreznega naložbenega portfelja 4,9 leta, Macaulayjevo trajanje pa 3,8 leta ⁽²⁴⁾.

3.2.4.2 Aktivno upravljanje sredstev

- (58) Po trditvah Italije je model [...] družbi Poste Italiane v okviru pasivnega upravljanja njene likvidnosti pomagal pri opredelitvi najugodnejše porazdelitve sredstev. Na podlagi hipotez zelo preudarnega poslovanja je pokazal, da je bilo smiselno, da je družba Poste Italiane sprejela porazdelitev sredstev s povprečno življenjsko dobo od štirih do petih let.

3.2.5 Stroški upravljanja poštnih tekočih računov

- (59) V zvezi s stroški, povezanimi z zbiranjem in deponiranjem sredstev s poštnih tekočih računov strank družbe Poste Italiane, je Italija navedla, da je analitični računovodski sistem družbi Poste Italiane omogočal ugotavljanje stroškov njene dejavnosti v celoti, ne pa po posameznem produktu. Italija je navedla, da so bile marže družbe Poste Italiane nižje od ustreznih marž v bančnem sektorju.

3.2.6 Skladnost med obrestmi iz Sporazuma in stroški financiranja državne blagajne

- (60) Po navedbah Italije je Sporazum družbi Poste Italiane omogočil prejemanje obresti na podlagi donosov državnih obveznic, glavnega instrumenta financiranja, ki je bil na voljo Italiji.
- (61) Sporazum je zlasti omogočil, da je družba Poste Italiane prejela obresti na podlagi dolgoročnih obrestnih mer, ki so bile v skladu z naravo sredstev, zbranih na poštnih tekočih računih. Sporazum je državno blagajno tudi zaščitil pred neugodnimi tržnimi pogoji, saj ji je omogočil, da od njega odstopi, če ne bi bil več skladen s stroški alternativnih virov financiranja.
- (62) Italija je na podlagi primerjave med obrestno mero, predvideno s Sporazumom, in stroški financiranja državne blagajne trdila, da so bili stroški srednje-/dolgoročnega financiranja državne blagajne v skladu z obrestno mero, določeno s Sporazumom.
- (63) Poleg tega (i) se je obrestna mera iz Sporazuma indeksirala s parametri, povezanimi z italijanskim javnim dolgom (državni vrednostni papirji), ki so bili najustreznejša referenca za stroške financiranja državne blagajne; (ii) stabilnost financiranja, kakor je bila preverjena s statističnimi modeli, in obveznost, naložena družbi Poste Italiane, sta pomenila, da je bilo trajanje naložbe večinoma stalno (brez upoštevanja določenih varnostnih ukrepov, kot je možnost predčasnega odstopa ali triletno trajanje razmerja, ki varujejo državno blagajno pred nepredvidljivimi spremembami na trgu); (iii) je bilo likvidnostno tveganje, ki ga je prevzela državna blagajna, omejeno zaradi dokazane stabilnosti poštnih sredstev, saj je bilo 10 % takih sredstev indeksiranih s kratkoročnimi parametri.
- (64) Italija je v zvezi z dolgoročnim elementom obrestne mere za posojila (90 %, kar vključuje (i) 10-odstotni delež, povezan z donosom desetletnih italijanskih državnih obveznic, in (ii) 80-odstotni delež, povezan z donosom tridesetletnih italijanskih državnih obveznic) menila, da se je obveznost razlikovala od obveznosti, v skladu s katero je bilo treba vlagati neposredno v italijanske državne obveznice, ki jih je bilo mogoče prosto izbirati in upravljati.

⁽²¹⁾ Model VaR, ki uporablja razmejitevno točko čez 10 let.

⁽²²⁾ Macaulayjevo trajanje je tehtani povprečni čas do prejema denarnih tokov, pri čemer se teža vsakega denarnega toka določi tako, da se sedanja vrednost denarnega toka deli s seštevkom sedanje vrednosti vseh denarnih tokov. Meri se v letih.

⁽²³⁾ Model linearne amortizacije, ki uporablja razmejitevno točko čez 10 let.

⁽²⁴⁾ V dopisih, ki jih je poslala Italija, se izraza trajanje in povprečna življenjska doba pogosto zamenjujeta, čeprav se lahko nanašata na različna koncepta. To ne vpliva na oceno v tem sklepu.

3.2.7 Skladnost obresti, odobrenih družbi Poste Italiane za pošne tekoče račune, deponirane pri državni blagajni, s trgom

- (65) Obrestna mera je bila skladna s trgom, saj so bila sredstva, deponirana pri državni blagajni, dolgoročna. To je izhajalo iz dejstva, da obveznost ni bila časovno omejena, sredstva, ki so bila zbrana na pošnih tekočih računih strank družbe Poste Italiane in deponirana pri državni blagajni, pa so bila stabilna. Poleg tega je Italija menila, da je obveznost družbi Poste Italiane preprečevala aktivno in morda ugodnejše upravljanje sredstev. Po mnenju Italije bi lahko družba Poste Italiane ob odsotnosti obveznosti 10 % svoje likvidnosti vložila v kratkoročne obveznice, 90 % pa v dolgoročne obveznice.
- (66) Kar zadeva skladnost obrestne mere, plačane družbi Poste Italiane, s trgom, je Italija predložila mnenje revizorjev družbe Poste Italiane ter priporočila pisma zasebnih bank in svetovalcev. Revizorji družbe Poste Italiane so navedli, da so bila sredstva, zbrana na pošnih tekočih računih, zaradi svojih značilnosti in stopenj rasti stabilna. Zasebne banke in svetovalci ⁽²⁵⁾ so se strinjali, da so bili donosi, ki jih je dosegla družba Poste Italiane s sredstvi, zbranimi na pošnih tekočih računih in deponiranimi pri državni blagajni, podobni tržnim donosom, ki bi jih lahko družba Poste Italiane dosegla z izvajanjem ustrezne naložbene strategije in strategije obvladovanja tveganja.

3.2.7.1 Primerjava z donosi, doseženimi s produkti družbe Poste Vita

- (67) Italija meni, da so obresti, ki jih je družba Poste Italiane prejela za sredstva, deponirana pri državni blagajni, skladne z obrestmi, ki jih je družba Poste Vita prejela za svoja vložena sredstva. Italija trdi, da so police življenjskega zavarovanja produkti, ki se lahko štejejo za primerljive s pošnimi tekočimi računi, in da je bila povprečna obrestna mera za vložene prihodke od navedenih produktov (npr. *Posta Più*) v obdobju 2002–2006 4,68-odstotna, kar je skladno z obrestno mero iz Sporazuma (4,55 %).
- (68) Italija meni, da so pošni tekoči računi in police življenjskega zavarovanja primerljivi finančni produkti, ker so pošni računi, čeprav so kratkoročni produkti, dejansko podobni srednjeročnim finančnim instrumentom z minimalnim zajamčenim kapitalom in donosom.

3.2.7.2 Primerjava z banko *La Banque Postale*

- (69) Po trditvah Italije je strategija upravljanja sredstev in obveznosti banke *La Banque Postale* (Francija) v obdobju, ki se ocenjuje, temeljila na enakem statističnem modelu, kot ga je uporabljala družba Poste Italiane.
- (70) Z navedenim modelom se opredelijo stabilna in nestanovitna sredstva na pošnih tekočih računih. Stabilna sredstva se vlagajo v državne obveznice OECD, nestanovitna sredstva pa v kratkoročne obveznice. Na podlagi tega modela je bil leta 2005 donos vloženi sredstev s tekočih računov banke *La Banque Postale* 4,4-odstoten (v primerjavi s 3,9-odstotnim, predvidenim s Sporazumom).
- (71) Natančneje, primer banke *La Banque Postale* je pokazal, da se lahko s preudarnim upravljanjem sredstev in obveznosti v povprečnem obdobju trajanja pet let dosežejo višji donosi naložb, kot so bili določeni s Sporazumom.

3.2.7.3 Primerjava z drugimi alternativnimi naložbenimi strategijami (aktivno upravljanje sredstev)

- (72) Italija je Komisiji v dokaz, da obrestovanje, določeno v Sporazumu, družbi Poste Italiane ni zagotovilo nobene prednosti, predložila študijo, ki jo je izvedela družba [...].
- (73) V študiji [...] je bila izvedena naslednja analiza:
- (a) obresti, ki jih je državna blagajna izplačevala družbi Poste Italiane za depozite, se lahko štejejo za pošne zaradi naslednjih razlogov:
- (1) pričakovano trajanje takega obsega depozitov po odbitku teoretično bolj nestanovitne komponente je izjemno dolgo in pravzaprav neskončno;
 - (2) značilnosti takega obsega depozitov se po zakonu prenesejo na državno blagajno;
 - (3) pri indeksaciji, ki jo je plačevala državna blagajna, je 10 % temeljilo na dvanajstmesečnih zakladnih menicah (najbolj nestanovitna komponenta), 10 % na desetletnih italijanskih državnih obveznicah (komponenta, ki bi se lahko ob bolj konservativnih predpostavkah sčasoma morda zmanjšala), 80 % pa na tridesetletnih italijanskih državnih obveznicah;
 - (4) obveznost krepi trajno naravo odnosa med družbo Poste Italiane in državno blagajno;

⁽²⁵⁾ Dopis z dne [...], dopis z dne [...], dopis z dne [...], dopis z dne [...], dopis z dne [...].

- (5) omejitve za družbo Poste Italiane kot deponentko so vključevale vsebovane stroške in bremena:
- (a) depozit pri državni blagajni se glede na stalno obveznost družbe Poste Italiane, da mora sredstva deponirati pri državni blagajni, ne more šteti za kratkoročno sredstvo „brez tveganja“;
 - (b) družba Poste Italiane ne sme uporabljati aktivnih strategij upravljanja sredstev (namen kvantitativne analize, ki jo je opravila družba [...], je ugotoviti bremena, ki jih to povzroča);
- (b) primerjava obrestne marže družbe Poste Italiane z obrestno maržo primerljivih bank v zasebnem sektorju je pokazala, da so stroški depozitov fizičnih strank banke Poste Italiane v skladu s stroški zasebnih deponentov bank v zasebnem sektorju. Poleg tega je obrestna marža, ki so jo dosegale banke v zasebnem sektorju pri depozitnem delu svojih sredstev, znatno višja od obrestne marže družbe Poste Italiane, kar po mnenju družbe [...] dokazuje, da družbi Poste Italiane ni bila dodeljena državna pomoč;
- (c) primerjava neusklajenosti trajanja sredstev družbe Poste Italiane s trajanjem sredstev primerljivih bank v zasebnem sektorju je pokazala, da ima obseg depozitov družbe Poste Italiane „pravzaprav neskončno“ komponento trajanja, ki je konservativno ocenjena na vsaj 60,8 % celotnega obsega depozitov. Družba Poste Italiane je v skladu s Sporazumom prihodke od obsega svojih depozitov uporabljala za financiranje dolgoročnih sredstev, kot je depozit pri državni blagajni. Da bi se ugotovilo obnašanje bank v zasebnem sektorju, je bilo analizirano finančno stanje bank, specializiranih za financiranje javnega sektorja (kot sta banki Dexia in Depfa). Vzorci takih bank so podobni. Dejansko banke javnega sektorja srednje- do dolgoročno zagotovijo približno 50 % lastnih sredstev, preostala sredstva pa financirajo s posli začasne prodaje/začasnega nakupa pri Evropski centralni banki in medbančnimi vlogami, vsa svoja sredstva pa vlagajo v nelikvidna sredstva javnega sektorja, ki jih izdajajo vlade ali lokalni organi, običajno z zapadlostjo od 10 do 50 let;
- (d) kvantitativna analiza je bila namenjena dokazovanju koristi aktivnega upravljanja premoženja na podlagi vlaganja družbe Poste Italiane v portfelj državnih obveznic v euroobmočju, ki ga je začela marca 2007. Analiza je sestavljena iz dveh delov – prvi temelji na analizi potencialne pretekle uspešnosti, drugi pa na prihodnjem razvoju:
- (1) družba [...] je za nazaj uporabila strategiji upravljanja sredstev za portfelj depozitov družbe Poste Italiane, pri čemer je ena vključevala podobno trajanje kot pri portfelju študije [...], ki je bila opravljena na podlagi metode tvegane vrednosti (imenovanem referenčni portfelj), pri drugi (imenovani taktična strategija) pa so bila uporabljena enaka merila in naložbene omejitve, ki trenutno veljajo za družbo Poste Italiane. Ta druga strategija je temeljila na samodejnem kvantitativnem modelu. Donos, dosežen v zadnjih desetih letih na podlagi taktične strategije, bi v istem obdobju presegel donos na podlagi Sporazuma za približno 1,62 % letno (čeprav se pri tem niso upoštevali stroški transakcij). Donos, dosežen v dveletnem obdobju 2005–2006 (2,45 %), bi bil manjši od donosa na podlagi Sporazuma (4,14 %);
 - (2) z vidika prihodnosti je družba [...] opredelila nekatere rešitve za upravljanje sredstev, ki bi jih lahko družba Poste Italiane izvedla, da bi brez bistvenih dodatnih tveganj dosegla dodatne donose pri pasivnem vlaganju v državne obveznice. Študija [...] kot dokaz za take strategije vsebuje podroben opis:
 - (a) strategij, ki temeljijo na prodaji nakupne opcije za državne obveznice, s katerimi bi se leta 2008 dosegel dodatni donos v višini [...];
 - (b) oblikovanja sintetične državne obveznice euroobmočja, s čimer bi se leta 2008 dosegel dodatni donos v višini [...];
 - (c) upravljanja dela obstoječih kapitalskih dobičkov, doseženih s portfeljem, s čimer bi se leta 2008 dosegel dodatni donos v višini [...], in
 - (d) zamenjave obveznic v portfelju, s čimer bi se leta 2008 dosegel dodatni donos v višini [...].
- (74) V zvezi s primerjavo med obrestovanjem depozitov pri državni blagajni in obrestovanjem, ki ga ponujajo strategije aktivnega upravljanja sredstev, je Italija pojasnila, da je treba tako primerjavo izvesti za daljše časovno obdobje, tj. deset let, da se vključi celoten gospodarski cikel. Zato je družba [...] donos na podlagi Sporazuma z donosom na podlagi alternativnih strategij primerjala v desetletnem obdobju in ne v krajšem obdobju. Kadar se obrestne mere zvišujejo, se portfelji s fiksno obrestno mero običajno obnesejo slabše od portfeljev s spremenljivo obrestno mero, pri zniževanju obrestnih mer pa je nasprotno.

- (75) Po mnenju Italije se v desetletnem obdobju naložbeni portfelji, ki temeljijo na spremenljivih obrestnih merah, lahko primerjajo z naložbenimi portfelji, ki temeljijo na fiksnih obrestnih merah, saj se kapitalski dobički in izgube izravnavajo. Dejansko so v desetletnem obdobju donosi portfeljev s fiksno obrestno mero v glavnem skladni z donosi portfeljev s spremenljivo obrestno mero. Aktivno upravljanje sredstev nedvomno zagotavlja boljše donose od pasivnih („parametričnih“) naložb, na primer na podlagi Sporazuma (npr. donos petletnega referenčnega obdobja, ki ga je uporabila družba [...], ustreza donosu na podlagi Sporazuma, katerega trajanje je veliko daljše).
- (76) Poleg tega bi morala Komisija po mnenju Italije razlikovati med kratkoročnim in dolgoročnim tveganjem. Čeprav se lahko vrednost vrednostnih papirjev s fiksno obrestno mero in trajanjem desetih let kratkoročno zelo spremeni, v celotnem desetletnem obdobju obveznice s fiksno obrestno mero zagotavljajo stopnjo donosa, ki je zelo zanesljiva (ker je fiksna). Skratka, donosi portfeljev s fiksno obrestno mero v desetletnem obdobju so običajno skladni z donosi portfeljev s spremenljivo obrestno mero, čeprav so slednji bolj tvegani (ker so odvisni od letnih nihanj obrestnih mer).
- (77) Poleg tega prave alternativne naložbene strategije, ki so prožne in lahko temeljijo na vseh razpoložljivih finančnih instrumentih na trgu, povečujejo možnost doseganja boljših rezultatov kot pasivne naložbe, na primer na podlagi Sporazuma.
- (78) Italija je poudarila tudi, da ob sklenitvi Sporazuma z državno blagajno prihodnja gibanja obrestnih mer niso bila znana. Odločitev, da se za Sporazum uporabijo spremenljivi parametri, je bila po mnenju Italije ekonomsko smotna, saj je bila poštena in smiselna za obe stranki, tj. družbo Poste Italiane in državno blagajno. Možnost, da se Sporazum po treh letih revidira in da se lahko vsako leto prekliče, je strankama omogočala, da odstopita od dogovora, če bi obrestovanje postalo nepošteno ali nedosledno zaradi spreminjajočih se tržnih obrestnih mer.
- (79) Iz študije [...] je razvidno tudi, da je obveznost družbi Poste Italiane z omejevanjem izbire njenih naložbenih možnosti povzročala oportunitetne stroške in tveganja. Depozit pri državni blagajni je bil povezan izključno s kreditnim tveganjem Italije, družbi Poste Italiane pa je preprečeval, da bi poiskala razpršene priložnosti za naložbe na trgu državnih obveznic v euroobmočju. Poleg tega je bilo tako kreditno tveganje povezano z likvidnostnim tveganjem zaradi dolgoročnega trajanja depozita brez pravic do zgodnjega odkupa.
- (80) Italija je primerjavo med mehanizmom iz Sporazuma (na podlagi spremenljivih obrestnih mer) in kvantitativnimi modeli, ki jih je družba [...] uporabila za dokazovanje koristi aktivnega upravljanja premoženja (na podlagi fiksnih obrestnih mer), utemeljila s trditvijo, da je običajna praksa udeležencev na trgu, ki trgujejo z obveznicami, od leta 2007 pa tudi družbe Poste Italiane, da predvidijo naložbe s fiksno obrestno mero. Trdila je tudi, da je treba primerjavo med mehanizmom iz Sporazuma in kvalitativnimi modeli, ki jih je uporabila družba RBS, analizirati glede na primerjavo med pasivnim in aktivnim upravljanjem sredstev, ne pa med dvema mehanizmoma obrestovanja, ki temeljita na fiksnih in spremenljivih obrestnih merah.
- (81) Nazadnje je Italija navedla, da mehanizem iz Sporazuma na podlagi kratkoročnih obrestnih mer za nestanovitno komponento sredstev, deponiranih pri državni blagajni, zagotavlja ustrezno oceno dejanskega likvidnostnega tveganja za državno blagajno.

3.2.8 Pripombe k pripombam združenja ABI

- (82) Po mnenju Italije obrestna mera depozita pri državni blagajni ni mogla biti kratkoročna (npr. obrestna mera dvanajstmesečnih zakladnih menic) zaradi stabilnosti depozitov.
- (83) Italija je navedla, da je bila analiza, pri kateri se je kot referenčno leto uporabilo leto 2005 (kot je to storilo združenje ABI), neprimerna, saj so bile leta 2005 obrestne mere za kratkoročne zakladne menice najnižje.
- (84) Kar zadeva primerjavo, ki jo je združenje ABI izvedlo z obrestmi, ki jih je družba CDP prejela za likvidnost, deponirano pri državni blagajni (obrestovanje je bilo enako šestmesečni spremenljivi obrestni meri, izračunani kot enostavno aritmetično povprečje bruto donosa šestmesečnih zakladnih menic in mesečnega indeksa Rendistato), Italija trdi, da družbe CDP ni mogoče primerjati z družbo Poste Italiane, saj sta to različni družbi z vidika strukture, dejavnosti, poslovnih ciljev, postopkov, organizacije in naložbenih politik. Italija trdi tudi, da mesečni indeks Rendistato pomeni srednje- do dolgoročno obrestno mero, zato združenje ABI nasprotuje lastnim trditvam, ko navaja, da bi bilo treba likvidnost družbe Poste Italiane, deponirano pri državni blagajni, obrestovati po kratkoročnih parametrih.

- (85) Poleg tega Italija trdi, da so njeni depoziti pri državni blagajni edinstveni, zaradi česar je bilo težko opredeliti en sam nadomestni instrument. Vendar bi se lahko ta sredstva, deponirana pri državni blagajni, zaradi stabilnosti poštinih tekočih računov primerjala s sredstvi, ki so bila večinoma zbrana z dolgoročnimi obveznicami. Zaradi stabilnosti poštinih tekočih računov je bila primerjava s kratkoročnimi (dvanajstmesečnimi) menicami nepomembna.

4. Ocena ukrepa

4.1 Obstoje pomoči

- (86) Komisija mora za presojo, ali ukrep pomeni državno pomoč v smislu člena 107(1) PDEU, ugotoviti, (i) ali je ukrep dodelila država ali je bil dodeljen iz državnih sredstev; (ii) ali ukrep zagotavlja gospodarsko prednost; (iii) ali bi ukrep lahko izkrivljaj konkurenco z dajanjem prednosti posameznim podjetjem ali proizvodnji posameznega blaga in še, (iv) ali ukrep vpliva na trgovino med državami članicami. Da bi ukrep pomenil državno pomoč v smislu člena 107(1) PDEU, morajo biti izpolnjeni vsi ti pogoji.
- (87) Splošno sodišče je s sodbo iz leta 2013 odločbo iz leta 2008 razglasilo za nično. Splošno sodišče je menilo zlasti, da je Komisija storila očitno napako, ker je na podlagi pozitivne razlike med obrestno mero iz Sporazuma in obrestno mero, odobreno preudarnemu zasebnemu vlagatelju, sklenila, da ukrep pomeni državno pomoč. Da bi Komisija dokazala, da ukrep dejansko zagotavlja tako gospodarsko prednost, bi morala jasno dokazati, da družba Poste Italiane v odsotnosti obveznosti z vlaganjem depozitov s poštinih tekočih računov na trgu ne bi mogla razumno doseči donosa, ki bi bili enak obrestni meri iz Sporazuma ali višji od nje.
- (88) Zato je v tej oceni obravnavano vprašanje, ali je bila zagotovljena gospodarska prednost, saj v nasprotnem primeru ukrep ne bi pomenil državne pomoči v smislu člena 107(1) PDEU.
- (89) Komisija meni, da bi bilo treba pri primerjavi Sporazuma in alternativnih naložb, ki bi bile na voljo družbi Poste Italiane v odsotnosti obveznosti, ustrezno upoštevati tveganje pri naložbah in njihovo vzajemno delovanje s tveganji, ki izhajajo iz obveznosti banke Poste Italiane (tj. združenih depozitov strank) z vidika celostnega upravljanja sredstev/obveznosti. Zato bi bilo treba izvesti primerjavo bodisi med donosom, ki je bil na voljo na podlagi Sporazuma, in donosom naložb s stopnjo tveganja, podobno tisti iz Sporazuma, bodisi med tveganju prilagojenima donosoma.
- (90) Komisija tudi opozarja, da je treba analizo morebitne prednosti, ki jo je Sporazum zagotovil družbi Poste Italiane, izvesti predhodno. Oceno donosov, ki so bili na voljo na podlagi alternativnih naložb, bi bilo treba opraviti v skladu z informacijami, ki so bile strankama na voljo v trenutku sprejetja Sporazuma.
- (91) Komisija je najprej pregledala primerjave, ki jih je predložila Italija, kakor so bile povzete v oddelku 3.2.7. Italija je trdila, da so alternativne naložbe, ki bi lahko bile na voljo družbi Poste Italiane v odsotnosti obveznosti, ponujale podoben ali višji donos kot Sporazum in da to dokazuje, da Sporazum družbi Poste Italiane ni zagotovil nobene prednosti. Po mnenju Komisije ni bilo dokazano, da so te predlagane alternativne naložbe z vidika tveganja primerljive s Sporazumom. Zato ne morejo biti podlaga za oceno, ki jo je opisalo Splošno sodišče, saj ne omogočajo smiselne sklepe o tem, ali je imela družba Poste Italiane na podlagi Sporazuma korist.

— Italija je v primerjalni analizi zavarovalniških dejavnosti družbe Poste Italiane (glej uvodni izjavi 67 in 68) trdila, da so police življenjskega zavarovanja primerljive s poštinih tekočimi računi in da so tveganja naložb na podlagi teh produktov primerljiva s tveganji, povezanimi s Sporazumom, vendar tega ni dokazala.

- Italija v primerjalni analizi naložbene strategije banke *La Banque Postale* (glej uvodne izjave 69 do 71) ni dokazala, da profil obveznosti banke *La Banque Postale* ustreza profilu obveznosti banke Poste Italiane niti da je naložbeni profil banke *La Banque Postale* podoben naložbenemu profilu družbe Poste Italiane na podlagi Sporazuma.
 - V primerjalni analizi drugih naložbenih strategij, kot je predstavljena v študiji [...] (glej uvodne izjave 72 do 81), se profil obveznosti družbe Poste Italiane ustrezno upošteva v skladu z oceno, ki jo je izvedla družba [...] (glej uvodne izjave 53 do 58), in predstavljena je sintetična mera tveganja, tj. nestanovitnost donosov. Vendar je Komisija ugotovila, da se stopnja tveganja predlaganih alternativnih naložb razlikuje od stopnje tveganja iz Sporazuma ter da zato donosa teh alternativnih naložb, če ni prilagojeno tveganju, ni mogoče primerjati z donosom, ki ga omogoča Sporazum.
- (92) Poleg tega je Italija trdila, da je bila morebitna predhodna prednost za družbo Poste Italiane izključena z možnostjo, da lahko družba Poste Italiane in država vsako leto odstopita od Sporazuma, če bi obrestovanje postalo nepošteno (glej uvodno izjavo 78). Vendar je Komisija menila, da ta možnost ne izključuje morebitne prednosti za družbo Poste Italiane. Ta možnost ni zajemala prvega leta in Italija ni bila zavezana k temu, da jo v prihodnjih letih izkoristi, čeprav bi bilo to morda primerno.
- (93) Komisija je na podlagi navedenega sklenila, da trditve, ki jih je predložila Italija, ne zadostujejo za sprejetje smiselnega sklepa o tem, ali je Sporazum družbi Poste Italiane zagotovil prednost ali ne. Komisija je nato uporabila oceno, ki jo je v tej zadevi opisalo Splošno sodišče. V ta namen je ocenila pričakovane donose/tveganja, ki jih je ponujal obsežen sklop alternativnih naložbenih strategij, ki so bile na voljo v odsotnosti obveznosti. Za tehnično podporo pri teh vprašanjih je z razpisnim postopkom izbrala Univerzo v Perugii, katere strokovnjaki so novembra 2015 pripravili poročilo (v nadaljnjem besedilu: poročilo strokovnjakov).

4.2 Povzetek poročila strokovnjakov

- (94) V poročilu strokovnjakov so proučene naložba, ki jo je družba Poste Italiane izvedla na podlagi obveznosti in katere donos ureja Sporazum, ter morebitne alternativne naložbene strategije na trgu, ki bi jih lahko družba Poste Italiane obravnavala v odsotnosti obveznosti za obdobje 2005–2007 za sredstva, zbrana prek poštних tekočih računov. V poročilu so ocenjeni tudi ustrezni profili tveganja in donosa, pri čemer so uporabljene le informacije, ki so bile družbi Poste Italiane na voljo v času naložbe.
- (95) V poročilu strokovnjakov je simulirano, kako naj bi se obveznosti družbe Poste Italiane (tj. depoziti) sčasoma razvijale. Ker so navedene obveznosti zahtevki deponentov, lahko družba Poste Italiane vloži le zneske, ki jih deponenti ne dvignejo. Zato so strokovnjaki ocenili t. i. vzorce obveznosti, s katerimi se modelira znesek sredstev, za katerega se pričakuje, da bo v določenem obdobju na voljo družbi Poste Italiane in ga torej družba Poste Italiane lahko vloži. Za to oceno so strokovnjaki v poročilu razlikovali med stabilnimi in nestanovitnimi komponentami obveznosti. Glede na ocenjene vzorce obveznosti se lahko v sredstva s kratko- ali dolgoročno zapadlostjo vložijo le stabilne komponente.
- (96) V poročilu strokovnjakov sta obravnavana dva vzorca obveznosti (prvi in drugi vzorec obveznosti), ki se razlikujeta v tem, kako je obravnavana stabilna komponenta depozitov (tj. del, ki se na podlagi predpostavk za modeliranje ne dvigne v naslednjih 30 letih). V obeh scenarijih je v poročilu strokovnjakov predvideno, da se bo skupni znesek zbranih sredstev sčasoma zmanjšal zaradi dvigovanja depozitov na tekočih računih. Pri prvem vzorcu obveznosti so odlivi z modelirano zapadlostjo, daljšo od 30 let, sorazmerno razporejeni skozi obdobje 30 let. Pri drugem vzorcu obveznosti so vsi odlivi z modelirano zapadlostjo, daljšo od 30 let, razporejeni na odliv v 30. letu. Na podlagi predpostavk iz poročila strokovnjakov je razlika precejšnja, saj so pri približno 60 % vseh depozitov modelirani datum odliva po 30. letu. Na tej podlagi so pri prvem vzorcu obveznosti odlivi redni med prvim in 30. letom, pri drugem vzorcu obveznosti pa je med prvim in 30. letom le 40 % odlivov, 60 % pa v 30. letu.

- (97) Kar zadeva vprašanje, kateri od obeh vzorcev obveznosti bi bil ustreznejša predpostavka, je v poročilu strokovnjakov navedeno, da je primernejši manj konservativen, tj. drugi vzorec obveznosti. V podporo temu sklepu je v poročilu strokovnjakov navedeno, da se družba Poste Italiane razlikuje od običajne poslovne banke, ker (i) za družbo Poste Italiane ni veljala bonitetna ureditev, ki se uporablja za banke, zato zanjo ni veljala zahteva glede višje stopnje kapitala za dolgoročne naložbe in ker (ii) družba Poste Italiane ni izpostavljena enakemu tveganju za dvige v velikem obsegu in likvidnostno krizo kot običajna banka, saj velik del vlagateljev družbo Poste Italiane dojema kot Italijo. Po trditvah iz poročila strokovnjakov je to dožemanje skladno s pričakovanjem, da bo Italija v primeru likvidnostne krize prisiljena financirati morebitno insolventnost družbe Poste Italiane, da bi preprečila učinek širitve okužbe, zaradi katerega bi se poslabšala boniteta celotnega obsega javnega dolga.
- (98) Komisija ugotavlja, da v skladu s poročilom strokovnjakov sredstva, ki jih je družba Poste Italiane deponirala na računu državne blagajne, dejansko niso bila kratkoročna. Kratkoročnost sredstev je omenilo združenje ABI, ki je trdilo, da bi morale obrestovanje depozita pri državni blagajni ustrezati njegovi kratkoročni naravi (glej uvodno izjavo 45). Hkrati Komisija opozarja, da dolgoročnost sredstev, ki jih je družba Poste Italiane deponirala pri državni blagajni, kot je bila ocenjena v poročilu strokovnjakov, ne zadostuje za ugotovitev neobstoja državne pomoči. Da bi se učinkovito ugotovilo, ali je ukrep družbi Poste Italiane zagotovil prednost, je treba v skladu z oceno, ki se zahteva na podlagi sodbe iz leta 2013, smiselno primerjati donose/tveganje na podlagi obveznosti na eni strani in brez obveznosti na drugi.
- (99) V skladu s tem je v poročilu strokovnjakov oblikovan dinamični model obrestnih mer, ki omogoča izračun cen obveznic na podlagi modela krivulje obrestnih mer na kateri koli točki v prihodnosti. V poročilu so proučeni trije scenariji obrestnih mer: z nespremenljivo (stabilno), naraščajočo in padajočo obrestno mero v primerjavi s krivuljo obrestnih mer, ki je veljala v času Sporazuma.
- (100) V poročilu strokovnjakov so nato proučene značilnosti razmerja med tveganjem in donosom dejanske naložbe, ki jo je družba Poste Italiane izvedla na podlagi obveznosti in katere donos je urejal Sporazum. V tem primeru je bilo tveganje, ki je v celoti posledica sprememb obrestne mere, ki vpliva na cene obveznic, uporabljene za izračun ustrezne obrestne mere v skladu s Sporazumom, zelo majhno. Dejansko je bila stopnja tveganja na podlagi scenarijev z nespremenljivo, naraščajočo in padajočo obrestno mero 0,11-odstotna, 0,17-odstotna oziroma 0,06-odstotna.
- (101) Kar zadeva razpoložljive naložbene strategije, je lahko družba Poste Italiane v času naložbe vlagala le v dolgoročne obveznice v euroobmočju. V skladu s tem so strokovnjaki proučili strategije na podlagi italijanskih državnih obveznic z različnimi zapadlostmi in strategijo, pri kateri so za primerjavo uporabljene državne obveznice v euroobmočju.
- (102) Pri proučitvi razpoložljivih naložbenih strategij sta se v poročilu strokovnjakov upoštevali dve glavni tveganji: tveganje, ki izhaja iz vrzeli med zapadlostjo sredstev družbe Poste Italiane (italijanske državne obveznice) in njenih obveznosti (depoziti) ter tveganje neizpolnjevanja obveznosti s strani Italije.
- (103) Vrzeli ali neusklajenost med zapadlostjo sredstev in obveznosti ustvarja likvidnostno tveganje (tj. tveganje, da družba Poste Italiane nima dovolj likvidnih sredstev, da bi v danem trenutku izpolnila zahtevke deponentov za dvig). Vendar je navedeno likvidnostno tveganje omejeno, če je mogoče sredstva (tj. italijanske državne obveznice) enostavno prodati. Če bi morala družba Poste Italiane navedene obveznice prodati pred njihovo zapadlostjo, bi tržna cena temeljila na takrat veljavni obrestni meri, zaradi česar bi družba Poste Italiane postala ranljiva za obrestno tveganje, kar bi povzročilo morebitne kapitalske dobičke ali izgube. To tveganje je izrecno modelirano v poročilu strokovnjakov.
- (104) Kar zadeva tveganje neizpolnjevanja obveznosti, je v poročilu strokovnjakov poudarjeno, da je družba Poste Italiane tveganje neizpolnjevanja obveznosti s strani Italije nosila tudi na podlagi Sporazuma. Zato je v poročilu strokovnjakov navedeno, da uporaba italijanskih državnih obveznic v modelu omogoča enako tveganje državnih posojilojemalcev v obeh strategijah in zagotavlja primerjavo enakovrednih elementov brez izrecnega modeliranja.
- (105) V poročilu strokovnjakov je analiziranih pet različnih strategij:
- prva naložbena strategija zajema dolgoročne naložbe, t. i. strategija „kupi in drži“. V skladu s to strategijo družba Poste Italiane kupi italijanske državne obveznice in jih hrani do zapadlosti. V poročilu strokovnjakov je predvideno, da so take obveznice na voljo za vse zapadlosti (tj. za katero koli časovno obdobje), njihova cena pa je oblikovana v skladu z modelirano krivuljo obrestnih mer. Ker je mogoče kupiti ustrezne obveznice, ki natančno ustrezajo zapadlosti sredstev, strategija vodi v popolno ujemanje med zapadlostjo sredstev in obveznosti, tako da v tej strategiji sploh ni obrestnega tveganja,

- druga strategija je podobna prvi, vendar ne zajema predpostavke, da so obveznice na voljo za katero koli časovno obdobje. V tem primeru družba Poste Italiane nosi določeno obrestno tveganje, saj se pričakuje odliv depozitov v trenutkih, ko na trgu ni na voljo obveznic, ki bi jih pokrile. Zato bi bila družba Poste Italiane morda prisiljena vlagati v nekatere obveznice z daljšo zapadlostjo in jih prodati pred zapadlostjo, da bi pokrila pričakovane odlive depozitov, kar vodi v določeno tveganje kapitalskega dobička ali izgube,
 - tretja strategija prav tako vključuje naložbe „kupi in drži“, vendar zajema prostovoljno strateško vrzel med zapadlostjo obveznic in depozitov. V tem primeru vrzel v zapadlosti ustvari družba Poste Italiane z vlaganjem v sredstva z zapadlostjo, daljšo od pričakovanih odlivov depozitov. Družba Poste Italiane torej v zameno za večji donos na obveznice z daljšo zapadlostjo sprejme obrestno tveganje, povezano s tem, da mora za pokritje ustreznega zahtevka za izplačilo depozita v času, ko se ta pojavi, prodati osnovno obveznico,
 - četrta strategija je strategija dinamičnega trgovanja, pri kateri družba Poste Italiane dinamično prodaja in kupuje obveznice. Družba Poste Italiane zlasti vloži vsa sredstva, zbrana na poštnem tekočem računu, v obveznico določene zapadlosti – upoštevajo se pet-, deset- ali dvajsetletna zapadlost – jo proda po 15 dneh in izkupiček vloži v drugo obveznico, ponovno z enako zapadlostjo (tj. na novo kupljena obveznica zapade 15 dni po prodani). Glede na to, da se odlivi depozitov upoštevajo šele ob koncu danega leta, se znesek, vložen v katerem koli letu, šteje za konstantnega glede na odlive in niha le glede na spremembe obrestne mere. Zato so letne stopnje donosa pri tej strategiji neodvisne od vzorca obveznosti,
 - kot peta strategija je v študiji proučena možnost, da družba Poste Italiane v celoti vlaga v indeks dolgoročnih državnih obveznic v euroobmočju. Ta indeks vključuje državne obveznice v euroobmočju (in ne le italijanske državne obveznice) z zapadlostjo, daljšo od 10 let. Ta strategija odstopa od okvira prejšnjih strategij, saj osnovno kreditno tveganje ni povezano le z italijanskimi državnimi obveznicami, ampak mešanico državnih obveznic v euroobmočju. Za kritje tega dodatnega tveganja so oblikovane dodatne predpostavke modeliranja. Tudi odlivi vlog se upoštevajo šele ob koncu danega leta, zato so letni donosi neodvisni od vzorca obveznosti.
- (106) Teh pet naložbenih strategij je simuliranih v poročilu strokovnjakov. Profil tveganja in donosa je pri vseh strategijah razen pri strategiji z državnimi obveznicami v euroobmočju ocenjen na podlagi treh različnih scenarijev obrestnih mer: z nespremenljivo, naraščajočo in padajočo obrestno mero.
- (107) Nazadnje, v poročilu strokovnjakov je proučeno, katero naložbeno strategijo je družba Poste Italiane začela izvajati, ko je leta 2007 prenehala veljati obveznost v zvezi s sredstvi. Iz poročila je razvidno, da so bila sredstva vložena v petletne državne obveznice v euroobmočju, poročilo pa zajema tudi analizo tveganja in donosa take naložbe, opravljeno na podlagi modela strokovnjakov. V poročilu strokovnjakov je ugotovljeno, da strategija ni bila optimalna, saj je vodila v nižji donos z večjim tveganjem (0,65 %), kot bi ga bilo mogoče doseči z eno od alternativnih naložbenih strategij.
- (108) Strokovnjaki so nato po oceni profilov tveganja in donosa za vse naložbene strategije uporabili teorijo oblikovanja cene portfelja, da bi ugotovili, ali je naložba, ki jo je morala družba Poste Italiane izvesti na podlagi obveznosti in katere donos je urejal Sporazum, družbi Poste Italiane dejansko zagotovila gospodarsko prednost (tj. ali je bil donos, prejet na podlagi Sporazuma, ob upoštevanju tveganja naložbe večji od donosa, ki bi se lahko dosegel z enakovrednimi stopnjami tveganja pri alternativnih naložbah).
- (109) V ta namen so bile v poročilu strokovnjakov združene značilnosti razmerij med tveganji in donosom vseh razpoložljivih alternativnih naložb v eno samo naložbeno funkcijo, ki donos, ki ga je mogoče doseči na trgu, izraža kot funkcijo prevzetega tveganja. Če bi bile značilnosti razmerja med tveganjem in donosom iz Sporazuma nad navedeno funkcijo (tj. če bi družba Poste Italiane na podlagi Sporazuma dosegla višji donos za enakovredno tveganje, kot je bilo mogoče na trgu), bi bilo treba sprejeti sklep, da je obstajala prednost.
- (110) V poročilu je na podlagi teh preudarkov sprejet sklep, da bi Sporazum družbi Poste Italiane zagotovil višji donos le z uporabo konservativnega prvega vzorca obveznosti in le ob pričakovanju, da se bodo obrestne mere zvišale. V navedenem scenariju bi ob upoštevanju, da je bila družba Poste Italiane pozneje pripravljena sprejeti tveganje v višini 0,65 %, prednost znašala le 0,29 odstotne točke. Na podlagi drugega vzorca obveznosti prednost ne bi bila zagotovljena v nobenem scenariju obrestnih mer.

4.3 Ocena poročila strokovnjakov, ki jo je opravila Komisija

- (111) Kar zadeva konkretne predpostavke ali razlage iz poročila strokovnjakov, so po mnenju Komisije nekateri scenariji verjetnejši kot drugi. Zlasti se ne strinja z uporabo drugega vzorca obveznosti.
- (112) Komisija ugotavlja, da so v poročilu strokovnjakov uporabljene le informacije, ki so bile na voljo pred iztekom veljavnosti Sporazuma, kakor je bilo zahtevano v sodbi iz leta 2013, razen navedbe 0,65-odstotne stopnje tveganja, ki jo je družba Poste Italiane sprejela po izteku obveznosti. Komisija se ne strinja z uporabo 0,65 % kot ustrezne stopnje tveganja za oceno pričakovanega donosa v odsotnosti obveznosti.
- (113) Prvič, izbira vzorca obveznosti pomembno vpliva na pričakovani donos na podlagi različnih naložbenih strategij. Kot je navedeno v uvodnih izjavah 96 in 97, obstajajo pomembne razlike v zvezi s predpostavkami o odlivih depozitov, ki izhajajo iz izbire prvega ali drugega vzorca obveznosti. Povprečno trajanje depozitov družbe Poste Italiane – tj. tehtani povprečni čas, ko so bili ti depoziti na voljo – se med prvim in drugim vzorcem obveznosti zelo razlikuje, saj pri prvem zajema devet in pri drugem štirinajst let.
- (114) Komisija ugotavlja, da obdobji trajanja na podlagi prvega in drugega vzorca obveznosti presegata najdaljše trajanje petih let, ki ga Evropski bančni organ (v nadaljnjem besedilu: organ EBA) priporoča za modeliranje nezapadlih obveznosti, kot so depoziti.
- (115) Komisija je ocenila vprašanje povprečnega trajanja depozitov družbe Poste Italiane, ki jih je bilo treba uporabiti za oceno, zahtevano na podlagi sodbe iz leta 2013. Po njenem mnenju se zdi drugi vzorec obveznosti preveč optimističen, kar zadeva povprečno pričakovano hrambo depozitov strank. Vendar lahko trajanje depozitov strank Poste Italiane v praksi preseže pet let, ki jih priporoča organ EBA, kot je predlagano v poročilu strokovnjakov. Komisija je v svoji oceni uravnotežila naslednje vidike:
- (a) priporočila organa EBA glede petletnega trajanja depozita so bila izdana šele leta 2015, ko so bile okrepljene regulativne zahteve glede upravljanja likvidnosti;
 - (b) na podlagi veljavnih priporočil organa EBA se lahko za ustrezno šteje tudi daljše trajanje, če lahko institucija, ki je prevzela depozit, dokaže, da je točno modelirala svoj profil prevrednotenja depozitov ⁽²⁶⁾;
 - (c) kot trdi tudi Italija (glej uvodne izjave od 53 do 56), se lahko profil strank poštne bank šteje za stabilnejšega od profila strank običajnih poslovnih bank. Dejansko lahko poštne banke privabijo starejše stranke s povprečnimi ali podpovprečnimi dohodki, ki so ponavadi manj občutljivi na obrestne mere. Zato bi se lahko pričakovalo, da bo trajanje depozitov banke Poste Italiane daljše od obdobja petih let, ki ga je priporočil organ EBA;
 - (d) hkrati Komisija meni, da trditve, ki so navedene v poročilu strokovnjakov ter v uvodnih izjavah 96 in 97, ne zadostujejo za utemeljitev izbire drugega vzorca obveznosti namesto prvega. V poročilu strokovnjakov je navedeno, da bi lahko bil drugi vzorec obveznosti v tem posebnem primeru utemeljen, ker za družbo Poste Italiane ni veljala bonitetna ureditev, ki se uporablja za banke, in ker velik del vlagateljev banko Poste Italiane dojema kot Italijo. Vendar Komisija meni, da:
 - (1) odsotnost regulativnih kapitalskih zahtev za družbo Poste Italiane sama po sebi ne vpliva na vedenje deponentov, zagotovo ne v smislu podaljšanja trajanja njihovih depozitov pri družbi Poste Italiane;
 - (2) se ne more domnevati, da je po mnenju deponentov profil tveganja družbe Poste Italiane enak profilu tveganja Italije. Dejansko bi predpostavka, da bo Italija prisiljena financirati morebitno insolventnost družbe Poste Italiane, kot je predvideno v poročilu strokovnjakov, pomenila obstoj državne pomoči v obliki implicitne garancije.
- (116) Komisija na podlagi navedenega prvi vzorec obveznosti sprejema kot realistično predpostavko za določitev preudarne naložbene strategije, ki bi jo družba Poste Italiane v ustreznem obdobju izvajala v odsotnosti obveznosti.
- (117) Poleg tega Komisija opozarja, da je v skladu z navedbami iz poročila strokovnjakov pričakovana obrestna mera iz Sporazuma od pričakovanega donosa alternativnih naložbenih strategij višja po scenariju z naraščajočo obrestno mero, in sicer za 0,29 odstotne točke (glej uvodno izjavo 110). Vendar je bilo navedene 0,29 odstotne točke izračunane na podlagi primerjave s pričakovanim donosom na trgu z 0,65-odstotno stopnjo tveganja, medtem ko je donos na podlagi Sporazuma v scenariju z naraščajočo obrestno mero pokazal 0,17-odstotno stopnjo tveganja.

⁽²⁶⁾ <https://www.eba.europa.eu/documents/10180/1084098/EBA-GL-2015-08+GL+on+the+management+of+interest+rate+risk+.pdf>.

- (118) Po mnenju Komisije nič ne upravičuje primerjave donosov z različnimi stopnjami tveganja, zlasti ker je bila uporabljena 0,65-odstotna stopnja tveganja v poročilu strokovnjakov izračunana z upoštevanjem naložbene strategije, ki jo je družba Poste Italiane začela izvajati po preklicu obveznosti (glej uvodno izjavo 104). Takšna presoja se ne zdi primerna za uporabo v metodologiji, v kateri bi se morale upoštevati le informacije, ki so bile predhodno na voljo.
- (119) Zato bi morala biti stopnja tveganja, uporabljena za izračun donosa, ki ga je mogoče doseči na trgu, za primerjavo s stopnjo na podlagi Sporazuma, enaka stopnji tveganja iz Sporazuma, tj. 0,11-odstotna, 0,17-odstotna in 0,06-odstotna na podlagi scenarijev z nespremenljivo, naraščajočo oziroma padajočo obrestno mero.
- (120) V skladu s tem Komisija ugotavlja, da bi pri prvem vzorcu obveznosti pričakovana prednost na podlagi Sporazuma v scenariju z naraščajočo obrestno mero znašala približno 0,5 odstotne točke, ne pa 0,29 odstotne točke. Pri nespremenljivih in padajočih obrestnih merah bi bili donosi, ki bi jih bilo mogoče doseči na trgu, še naprej večji od donosa na podlagi Sporazuma, in sicer za približno 0,15 odstotne točke za nespremenljive obrestne mere in 0,4 odstotne točke za padajoče obrestne mere.

4.4 Sklepne ugotovitve

- (121) Pričakovana obrestna mera na podlagi Sporazuma je nižja od pričakovanega donosa iz alternativnih naložbenih strategij v scenariju z nespremenljivo obrestno mero, s podobnimi stopnjami tveganja in v odsotnosti obveznosti. Zato obrestna mera na podlagi Sporazuma ni pomenila neposredne prednosti za družbo Poste Italiane.
- (122) Komisija nima razloga za domnevo, da bi lahko družba Poste Italiane ali Italija v času sklenitve Sporazuma razumno pričakovala specifično gibanje obrestnih mer. V skladu s tem je ob uporabi enake verjetnosti v treh scenarijih obrestnih mer (tj. s padajočo, nespremenljivo in naraščajočo obrestno mero) pričakovana obrestna mera, določena s Sporazumom, nekoliko nižja od pričakovanega donosa iz alternativnih naložbenih strategij pri podobnih stopnjah tveganja in v odsotnosti obveznosti. Sporazum družbi Poste Italiane torej ni zagotovil prednosti.
- (123) Komisija je na podlagi navedenega sklenila, da navedeni elementi ne zadostujejo za dokaz, da je Sporazum družbi Poste Italiane zagotovil prednost –

SPREJELA NASLEDNJI SKLEP:

Člen 1

Obresti, ki so jih javni organi Italijanske republike plačali družbi Poste Italiane v skladu z zakonom št. 266 z dne 23. decembra 2005 in Sporazumom v obdobju 2005–2007, ne pomenijo pomoči v smislu člena 107(1) Pogodbe o delovanju Evropske unije.

Člen 2

Ta sklep je naslovljen na Italijansko republiko.

V Bruslju, 2. avgusta 2019

Za Komisijo
Margrethe VESTAGER
Članica Komisije