

## II

(Akty przyjęte na mocy Traktatów WE/Euratom, których publikacja nie jest obowiązkowa)

## DECYZJE

## KOMISJA

## DECYZJA KOMISJI

z dnia 21 października 2008 r.

w sprawie pomocy państwa C 49/06 (ex NN 65/06), którą Włochy przyznały na rzecz wynagrodzenia wypłacanego przedsiębiorstwu Poste Italiane z tytułu dystrybucji pocztowych bonów oszczędnościowych

(notyfikowana jako dokument nr C(2008) 5585)

(Jedynie tekst w języku włoskim jest autentyczny)

(Tekst mający znaczenie dla EOG)

(2009/554/WE)

KOMISJA WSPÓLNOT EUROPEJSKICH,

uwzględniając Traktat ustanawiający Wspólnotę Europejską, w szczególności jego art. 88 ust. 2 akapit pierwszy,

uwzględniając Porozumienie o Europejskim Obszarze Gospodarczym, w szczególności jego art. 62 ust. 1 lit. a),

po wezwaniu zainteresowanych stron do przedstawienia uwag zgodnie z przywołanymi artykułami<sup>(1)</sup> i biorąc pod uwagę otrzymane odpowiedzi,

a także mając na uwadze, co następuje:

## I. PROCEDURA

(1) Pismem z dnia 30 grudnia 2005 r. *Associazione Bancaria Italiana* (ABI – Związek Banków Włoskich) złożył do Komisji skargę dotyczącą różnych rzekomych przywilejów przyznanych na rzecz działalności bankowej przedsiębiorstwa *Poste Italiane SpA* (PI), prowadzonej przez jego jednostkę powiązaną *Bancoposta*.

(2) Zgodnie ze skargą przedsiębiorstwo PI miało korzystać z rzekomej nadmiernej rekompensaty kosztów dystrybucji pocztowych produktów oszczędnościowych

w imieniu i na rzecz *Cassa Depositi e Prestiti SpA* (CDP). Drugą korzyścią miało być wyłączne prawo świadczenia usługi dystrybucji, co miało powodować odsunięcie klientów od podobnych produktów bankowych.

(3) Pismem z dnia 7 lutego 2006 r. Komisja przedstawiła pytania dotyczące w szczególności oszczędności pocztowych. Włochy poprosiły o przedłużenie terminu udzielenia odpowiedzi, a następnie odpowiedziały pismem z dnia 21 kwietnia 2006 r. Komisja wezwała do złożenia dodatkowych wyjaśnień pismem z dnia 29 czerwca 2006 r., na które Włochy odpowiedziały pismami z dnia 31 lipca i 9 sierpnia 2006 r.

(4) Dnia 30 marca 2006 r. odbyło się spotkanie z władzami włoskimi i przedstawicielami PI.

(5) Pismem z dnia 20 kwietnia 2006 r. Komisja wezwała ABI do złożenia wyjaśnień, na co ABI odpowiedział pismem z dnia 8 czerwca 2006 r.

(6) Pismem z dnia 22 listopada 2006 r. Komisja powiadomiła Włochy o swojej decyzji w sprawie wszczęcia w odniesieniu do przedmiotowej pomocy postępowania określonego w art. 88 ust. 2 traktatu WE.

<sup>(1)</sup> Dz.U. C 31 z 13.2.2007, s. 11.

- (7) Decyzja Komisji o wszczęciu postępowania została opublikowana w *Dzienniku Urzędowym Unii Europejskiej* <sup>(2)</sup>. Komisja wezwała zainteresowane strony do przedstawienia uwag.
- (8) Władze Włoch odpowiedziały pismem z dnia 2 lutego 2007 r.
- (9) ABI odpowiedział pismem z dnia 13 marca 2007 r. Pismem z dnia 20 marca 2007 r. Komisja przekazała uwagi ABI władzom włoskim, umożliwiając im ustosunkowanie się do tych uwag. Uwagi Włoch zostały przedstawione w piśmie z dnia 18 kwietnia 2007 r.
- (10) Dnia 20 marca 2007 r. odbyło się spotkanie ABI ze służbami Komisji.
- (11) Pismem z dnia 23 marca 2007 r. Komisja wezwała ABI do udzielenia wyjaśnień, które ABI przedstawił w piśmie z dnia 18 maja 2007 r. Pismem z dnia 23 maja 2007 r. Komisja przekazała uwagi ABI władzom włoskim, które odpowiedziały na nie pismem z dnia 22 czerwca 2007 r.
- (12) Dnia 25 stycznia 2008 r. Komisja wezwała Włochy do uzupełnienia informacji, co Włochy uczyniły pismami z dnia 11 marca 2008 r., 13 maja 2008 r. i 17 czerwca 2008 r.
- (13) W styczniu 2007 r. Komisja opublikowała ogłoszenie o zamówieniu (2007/S 29-034352) wykonania badania dotyczącego wynagrodzenia z tytułu dystrybucji pocztowych bonów oszczędnościowych. Ponieważ w przypadku jednego z konkurentów możliwe było stwierdzenie istnienia elementów konfliktu interesów, Komisja wezwała władze włoskie i ABI do przedstawienia uwag w tym zakresie pismem z dnia 29 czerwca 2007 r., na które Włochy odpowiedziały pismem z dnia 5 lipca 2007 r.
- (14) Dnia 9 listopada 2007 r., w związku z faktem, że ważność ofert wygasła, Komisja opublikowała nowe ogłoszenie o zamówieniu (COMP/2007/D3/23), a dnia 20 grudnia 2007 r. podpisała umowę na wykonanie badania z niezależnym biegłym (zwanym dalej „biegłym”). Dnia 21 czerwca 2008 r. biegły przedstawił Komisji sprawozdanie końcowe z badania.

## II. DZIAŁALNOŚĆ CDP I PI/BANCOPOSTA – ODNOŚNE RYNKI

### II.1. CDP

- (15) CDP została przekształcona przez administrację państwową w spółkę akcyjną pod koniec 2003 r. Od

tego czasu, mimo przeniesienia 30 % jej kapitału akcyjnego do 65 fundacji bankowych <sup>(3)</sup>, CDP w dalszym ciągu jest spółką kontrolowaną przez państwo.

- (16) Misją CDP jest wspieranie rozwoju inwestycji publicznych, inwestycji w zakresie infrastruktury na potrzeby świadczenia usług publicznych o charakterze lokalnym oraz dużych inwestycji o znaczeniu ogólnokrajowym.
- (17) Od 2003 r. działalność CDP prowadzona jest w ramach dwóch zorganizowanych części przedsiębiorstwa:

— pierwsza, zwana „zarządzaniem odrębnym”, zarządza finansowaniem inwestycji państwa, regionów, jednostek lokalnych, jednostek publicznych i podmiotów prawa publicznego. Gromadzenie oszczędności pocztowych, objętych gwarancją państwa, stanowi największe źródło środków przeznaczonych na te cele,

— druga część, zwana „zarządzaniem zwykłym”, ma na celu finansowanie robót, instalacji, sieci i urządzeń przeznaczonych na potrzeby dostaw usług publicznych i modernizacje. W tym celu CDP może gromadzić środki przez emisję papierów wartościowych, zaciąganie kredytów i inne operacje finansowe, które nie są objęte gwarancją państwa.

### II.2. PI

- (18) PI jest dostawcą powszechnych usług pocztowych we Włoszech i wykonuje zobowiązania dostawcy powszechnych usług pocztowych <sup>(4)</sup> zgodnie z przepisami krajowymi <sup>(5)</sup> i rozporządzeniami dotyczącymi powszechnych usług pocztowych. Obecnie misja świadczenia usług w ogólnym interesie gospodarczym powierzona PI nie obejmuje usług finansowych.
- (19) Poza świadczeniem powszechnych usług pocztowych PI jest w stanie zaoferować zintegrowane produkty i usługi w zakresie komunikacji, logistyki i finansów na terenie całego kraju. Najważniejsze dane przedstawiono w poniższej tabeli <sup>(6)</sup>.

<sup>(3)</sup> W myśl przepisów art. 5 rozporządzenia z mocą ustawy nr 269 z dnia 30 września 2003 r. przekształconego w ustawę nr 326 z dnia 24 listopada 2003 r. akcje CDP są przyznane państwu. Ponadto fundacje i inne podmioty publiczne lub prywatne mogą tylko posiadać udziały w kapitale CDP o takiej łącznej wartości, by nie stały się udziałowcem większościowym.

<sup>(4)</sup> Powszechne usługi pocztowe obejmują przyjmowanie, sortowanie, przemieszczanie i doręczanie przesyłek pocztowych o wadze do 2 kg i paczek pocztowych do 20 kg, a także usługi związane z przesyłkami poleconymi i przesyłkami ubezpieczonymi.

<sup>(5)</sup> Rozporządzenie z mocą ustawy nr 261 z dnia 22 lipca 1999 r. opublikowane w Dz.U. 182 z 5.8.1999 i rozporządzenie Ministerstwa Komunikacji z dnia 17 kwietnia 2000 r. opublikowane w Dz.U. 102 z 4.5.2000.

<sup>(6)</sup> Źródło: strona internetowa PI; marzec 2008 r.

<sup>(2)</sup> Zob. przypis 1.

Tabela 1

## Dane ekonomiczne dotyczące głównych obszarów działalności PI

<b>Rok 2006</b>	
Łączna liczba zatrudnionych (średnia roczna)	1 51 470
Strefy terytorialne	9
Oddziały	140
Urzędy pocztowe	13 893
<b>Główne dane ekonomiczne Grupy Poste Italiane</b>	
	(mln EUR)
Przychód łącznie	17 055,6
Przychód ze sprzedaży produktów i usług	15 932,2
w tym:	
— usługi pocztowe	5 339,4
— usługi finansowe	4 382,5
— usługi ubezpieczeniowe	5 993,6
— inne usługi	216,7
Inne przychody	1 123,3
Zysk netto	675,7
<b>Sektor pocztowy</b>	
Produkty i usługi	liczba (w sztukach)
Korespondencja (przesyłki standardowe, priorytetowe, polecane, ubezpieczone, przesyłki sądowe, inne przesyłki rejestrowane)	3 522 792 200
Przesyłki handlowe (usługa postatarget, katalogi, materiały reklamowe itd.)	1 887 699 700
Przesyłki abonamentowe (prasa, gadżety, książki itd.)	1 216 045 800
Przesyłki elektroniczne (telegramy, faksy, teleksy)	17 442 800
Przesyłki kurierskie (Poste Italiane i Sda)	46 284 600
Paczki	16 052 000
<b>Oszczędności pocztowe</b>	
Książeczki oszczędnościowe, bony oszczędnościowe i pocztowe rachunki bieżące:	łącznie kwota 282 408 mln EUR
Polisy na życie: kwoty subskrybowane	5 989 mln EUR
Rachunki Bancoposta: liczba otwartych rachunków	4 880 000
Karta Postepay: liczba wydanych kart	2 801 000

- (20) Zgodnie z bilansem PI w 2006 r. udział usług pocztowych w łącznym przychodzie Grupy wyniósł 33,5 %; 27,5 % łącznych przychodów generują usługi finansowe, a 37,6 % usługi ubezpieczeniowe. Usługi finansowe i usługi ubezpieczeniowe przyczyniają się odpowiednio do wypracowania 82,0 % i 18,7 % wyniku operacyjnego Grupy PI. W zakresie usług pocztowych odnotowano stratę operacyjną w wysokości 4 mln EUR.
- (21) Przed grudniem 2003 r. przedsiębiorstwo PI należało w 100 % do państwa włoskiego. W grudniu 2003 r. państwo włoskie wydało zarządzenie o przeniesieniu 35 % kapitału zakładowego PI do CDP. Poste Italiane SpA jest również podmiotem prywatnym kontrolowanym przez państwo.

#### II.2.1. Usługi pocztowe

- (22) Zgodnie z niedawno przeprowadzonym badaniem<sup>(7)</sup> włoski rynek pocztowy był stosunkowo otwarty przed wprowadzeniem pierwszej dyrektywy pocztowej<sup>(8)</sup>. Podmioty inne niż PI mogły doręczać przesyłki reklamowe adresowane oraz pocztę hybrydową. Ponadto niektórzy lokalni operatorzy pocztowi prowadzili działalność doręczania przesyłek w ramach zawartej z PI umowy o podwykonawstwo. Po wprowadzeniu dyrektywy 97/67/WE w sprawie usług pocztowych doręczanie poczty hybrydowej zostało włączone do usług zastrzeżonych, a w związku z tym umowy o podwykonawstwo zostały rozwiązane. Wszystkie usługi związane z przesyłkami w obrocie zagranicznym są zastrzeżone dla PI. Od dnia 1 stycznia 2003 r. obowiązuje przetransponowana do przepisów włoskich druga dyrektywa pocztowa<sup>(9)</sup>, która przewiduje pełne urzeczywistnienie wewnętrznego rynku usług pocztowych Wspólnoty do dnia 1 stycznia 2009 r., z ograniczeniem produktów zastrzeżonych do przesyłek o wadze nie większej niż 100 g w przypadku korespondencji oraz do trzykrotności taryfy podstawowej w przypadku przesyłek przyspieszonego doręczenia. Począwszy od dnia 1 stycznia 2006 r., przysługujące PI prawo świadczenia usług zastrzeżonych obejmuje przesyłki korespondencji w cenie nie większej niż dwuipółkrotność opłaty podstawowej za przesyłkę przyspieszonego doręczenia i o wadze nie większej niż 50 g. Ponadto zakres usług zastrzeżonych w dalszym ciągu obejmuje *back office* i przesyłki masowe. Rynek pocztowy jest teraz stosunkowo otwarty *de iure*, ponieważ od tego momentu są zliberalizowane usługi doręczania przesyłek reklamowych. Zasady wejścia na rynek nie są uznawane za surowe<sup>(10)</sup>.

- (23) Dnia 19 października 2006 r. Komisja przedstawiła wniosek dotyczący nowej dyrektywy pocztowej celem pełnego urzeczywistnienia rynku wewnętrznego usług

pocztowych Wspólnoty. Dyrektywa ta<sup>(11)</sup> weszła w życie w dniu 27 lutego 2008 r. i przewiduje zniesienie monopolu prawnych na usługi pocztowe do dnia 31 grudnia 2010 r. z możliwością przedłużenia terminu do dnia 31 grudnia 2012 r. w przypadku niektórych państw członkowskich.

#### II.2.2. Usługi finansowe

- (24) Na mocy rozporządzenia Prezydenta Republiki nr 144 z dnia 14 marca 2001 r. zostały uregulowane usługi o charakterze bankowym i finansowym, które może świadczyć również PI i które stanowią przedmiot działalności Bancoposta. Działalność ta obejmuje: gromadzenie oszczędności od osób prywatnych w dowolnej formie: świadczenie usług związanych z dokonywaniem opłat; pośrednictwo w wymianie walut; promowanie i dystrybucję kredytów przyznawanych przez banki i inne upoważnione podmioty pośrednictwa finansowego; świadczenie niektórych usług inwestycyjnych (zawieranie transakcji na rzecz osób trzecich oraz dystrybucję i zbieranie zamówień, z wyłączeniem zawierania transakcji na własny rachunek i zarządzania majątkiem indywidualnym). Wyraźnie wykluczone jest prowadzenie przez PI działalności kredytowej.
- (25) PI/Bancoposta można uznać za kasę oszczędnościową, pośrednika finansowego. Mimo że nie jest bankiem, wykorzystuje liczne urzędy pocztowe PI do celów prowadzenia własnej działalności i do oferowania produktów bankowych i innych produktów finansowych.
- (26) Posiadanie 13 893 urzędów pocztowych, co oznacza średnio jeden w każdej gminie, dzięki którym PI jest największą siecią bankową we Włoszech, uważa się za aspekt przynoszący korzyść, a nie obciążenie: koszty utrzymania sieci pokrywane są głównie z przychodów z usług finansowych PI, a więc nie stanowią obciążenia dla dostawcy powszechnych usług pocztowych<sup>(12)</sup>.
- (27) W raporcie opublikowanym w 2004 r. agencja ratingowa Fitch stwierdza, że PI/Bancoposta ma możliwość dotarcia do każdego mieszkańca Włoch, w czym żaden bank krajowy nie będzie jej mógł dorównać w najbliższej przyszłości<sup>(13)</sup>. Agencja twierdzi ponadto, że rozwój usług finansowych stanowi główny cel strategiczny PI.
- (28) PI oferuje szeroki zakres usług finansowych konkurencyjnych w stosunku do usług oferowanych przez system bankowy:

— usługi bezpośredniego i pośredniego gromadzenia oszczędności i inwestowania ich,

— usługi związane z dokonywaniem opłat,

— dystrybucja produktów finansowych i inwestycyjnych.

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

<sup>(8)</sup> Dyrektywa 97/67/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 15 grudnia 1997 r. w sprawie wspólnych zasad rozwoju rynku wewnętrznego usług pocztowych Wspólnoty oraz poprawy jakości usług (Dz.U. L 15 z 21.1.1998, s. 14).

<sup>(9)</sup> Dyrektywa 2002/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 10 czerwca 2002 r. zmieniająca dyrektywę 97/67/WE w zakresie dalszego otwarcia na konkurencję wspólnotowych usług pocztowych (Dz.U. L 176 z 5.7.2002, s. 21).

<sup>(10)</sup> Zob. przypis 7.

<sup>(11)</sup> Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2008/6/WE z dnia 20 lutego 2008 r. zmieniająca dyrektywę 97/67/WE w odniesieniu do pełnego urzeczywistnienia rynku wewnętrznego usług pocztowych Wspólnoty (Dz.U. L 52 z 27.2.2008, s. 3)

<sup>(12)</sup> Zob. badanie PriceWaterhouseCoopers „*The Impact on Universal Service of the Full Market Accomplishment of the Postal Internal Market in 2009, Final Report*”, maj 2006 r.

<sup>(13)</sup> Fitchratings, raport specjalny z 9.7.2004 r., *The European Regulated Mail Sector: Tomorrow's Deliveries*.

- (29) Dla celów niniejszej decyzji najważniejszym elementem są narzędzia gromadzenia oszczędności, w szczególności oszczędności pocztowych, ponieważ PI gromadzi środki w imieniu i na rzecz CDP przez dystrybucję pocztowych bonów oszczędnościowych i pocztowych książeczek oszczędnościowych.
- (30) Ponadto w ostatnich latach PI znacznie rozszerzyło zakres instrumentów płatniczych oferowanych swojej klienteli, dodając do typowych dla jej działalności instrumentów (pocztowe dowody wpłaty i przekazy pocztowe) również instrumenty kiedyś typowe dla oferty banków (karty debetowe i kredytowe, przelewy, usługę debetu w rachunku bieżącym w celu opłacania rachunków) <sup>(14)</sup>.
- (31) Wreszcie PI zajmuje się dystrybucją następujących produktów finansowych i inwestycyjnych:
- obligacje strukturyzowane emitowane przez banki,
  - polisy ubezpieczeniowe wystawiane przez Poste Vita <sup>(15)</sup>,
  - fundusze powiernicze Bancoposta Fondi SGR, przedsiębiorstwa zarządzające aktywami <sup>(16)</sup>,
  - udzielanie pożyczek. Oferowane są pożyczki indywidualne i kredyty na rzecz banków.

### III. ŚRODEK PODLEGAJĄCY OCENIE

- (32) Środkiem podlegającym ocenie jest wynagrodzenie z tytułu dystrybucji pocztowych bonów oszczędnościowych, jakie CDP wypłaciła na rzecz PI w latach 2000–2006.

#### III.1. Oszczędności pocztowe

- (33) Artykuł 1 ust. 1 dekretu Ministerstwa Gospodarki i Finansów z dnia 6 października 2004 r. <sup>(17)</sup> (zwanego dalej „dekretem”) dotyczącego dekretu ustawodawczego nr 269 z dnia 30 września 2003 r. definiuje oszczędności pocztowe jako gromadzenie środków finansowych wsparte gwarancją państwa, dokonywane przez CDP za pośrednictwem PI. W tym celu wykorzystywane są pocztowe książeczki oszczędnościowe (*libretti di risparmio postale* — LRP) oraz pocztowe bony oszczędnościowe (*buoni fruttiferi postali* — BFP).
- (34) Artykuł 1 ust. 2 wspomnianego dekretu stanowi, że oszczędności pocztowe, tj. środki zgromadzone przez CDP za pośrednictwem PI, stanowią usługę w ogólnym interesie gospodarczym.

<sup>(14)</sup> W niektórych przypadkach (karty debetowe i usługi debetu w rachunku bieżącym w celu opłacania rachunków) usługi wytwarzane są przez tego samego operatora pocztowego, natomiast w innych przypadkach oferta jest możliwa dzięki umowom handlowym, w których PI/Bancoposta pełni rolę dystrybutora usług wytwarzanych przez podmioty trzecie (operatorzy z sektora bankowego w przypadku kart kredytowych).

<sup>(15)</sup> Poste Vita SpA jest kontrolowana w 100 % przez PI.

<sup>(16)</sup> Bancoposta Fondi SpA SGR jest kontrolowana w 100 % przez PI.

<sup>(17)</sup> Opublikowane w Dz.U. 241 z dnia 13 października 2004 r.

#### III.1.1. Książeczki pocztowe

- (35) Pocztowe książeczki oszczędnościowe są instrumentami gromadzenia oszczędności, objętymi gwarancją państwa, a więc o niskim poziomie ryzyka. Książeczki LRP dzielą się na książeczki imienne i książeczki na okaziciela. Wśród najważniejszych operacji wykonywanych za pomocą książeczek LRP są wpłaty i wypłaty pieniężne.
- (36) Dnia 22 listopada 2006 r. Komisja wydała decyzję, zgodnie z którą wynagrodzenie wypłacone przez CDP na rzecz PI z tytułu dystrybucji pocztowych książeczek oszczędnościowych w okresie 2000–2005 nie stanowi pomocy państwa w rozumieniu art. 87 ust. 1 Traktatu.

#### III.1.2. Pocztowe bony oszczędnościowe

- (37) Pocztowe bony oszczędnościowe są instrumentami gromadzenia oszczędności, objętymi gwarancją państwa, a więc o niskim poziomie ryzyka, nie są zbywalne na rynku, ponieważ ich sprzedaż jest wyraźnie zabroniona odpowiednimi przepisami prawa i są wypłacane na żądanie przez wypłacenie kapitału i naliczonych odsetek, co jest cechą oznaczającą istnienie opcji *put* typu amerykańskiego, która umożliwia posiadaczowi zażądanie wypłaty, po wcześniej ustalonej cenie, w dowolnym momencie okresu ważności papieru wartościowego. Odsetki są wypłacane jednorazowo w momencie wypłaty i podlegają opodatkowaniu podatkiem w wysokości 12,5 %.
- (38) Bony BFP są instrumentami typu *one-coupon bond*, są emitowane w sposób ciągły i dlatego łączna wartość każdej emisji nie jest ustalana z góry. Usługa w zakresie dystrybucji, zarządzania i wypłaty wartości bonów BFP oraz inne związane z tym operacje są zwolnione z prowizji i innych opłat ponoszonych przez posiadaczy. Od 2003 r. bony BFP są dostępne w formie papierowej i zdematerializowanej. Przed 2003 r. emitowane były tylko BFP w postaci papierowej.
- (39) Cztery główne kategorie pocztowych bonów oszczędnościowych są następujące <sup>(18)</sup>:

- bony BFP zwykle: są to produkty finansowe o okresie zapadalności wynoszącym 20 lat, które gwarantują stałą roczną stopę zwrotu rosnącą w czasie (struktura *step up*),

<sup>(18)</sup> Zob. motyw 32 decyzji o wszczęciu postępowania. W lipcu 2006 r. CDP uruchomiła emisję pocztowych bonów oszczędnościowych dla małoletnich o okresie ważności od daty subskrypcji do dnia ukończenia 18. roku życia przez posiadacza. Ten rodzaj bonów nie wchodzi w zakres przedmiotu decyzji o wszczęciu postępowania ani niniejszej decyzji. W każdym razie wartość wyemitowanych pocztowych bonów oszczędnościowych przeznaczonych dla małoletnich jest marginalna w porównaniu z całkowitą wartością pocztowych bonów oszczędnościowych (0,3 % całkowitej wartości na dzień 31.12.2007).

- bony BFP indeksowane: są to instrumenty, które oferują po upływie okresu zapadalności stałą gwarantowaną stopę zwrotu i dodatkową premię zmienną zależną od poziomu indeksu giełdowego <sup>(19)</sup> (pierwsza emisja w 2003 r.) lub inflacji (pierwsza emisja w 2006 r.),
- bony BFP „terminowe”: od dnia 1 stycznia 2003 r. nie są już dystrybuowane. Mają takie same cechy jak bony zwykłe, z wyjątkiem maksymalnego okresu zapadalności, który wynosi 7 lat,
- bony BFP na 18 miesięcy: wprowadzone w 2005 r. wypełniły istniejącą w ofercie lukę dla bonów o tym szczególnym okresie zapadalności.

Tabela 2

Wyemitowane bony BFP <sup>(20)</sup> wg rodzajów, w mld EUR

Rodzaje pocztowych bonów oszczędnościowych	Maksymalny okres wykupu	Średni okres wykupu	31.12.2005	31.12.2006
BFP zwykłe	20 lat	[7–10] lat	121,1	132,2
BFP indeksowane	7 lat	[4–7] lat <sup>(21)</sup>	1,6	3,6
BFP na 18 miesięcy	18 miesięcy	ND <sup>(22)</sup>	1,9	8,3
BFP terminowe	7 lat	[4–7] lat	48,6	36,2
Łącznie			173,1	180,6

<sup>(21)</sup> Dotyczy bonów indeksowanych (*equity linked*). Odnośnie do bonów indeksowanych wskaźnikiem inflacji zob. przypis 49.  
<sup>(22)</sup> Władze włoskie podają, że średni okres wykupu bonów na 18 miesięcy nie jest możliwy do określenia, ponieważ ten rodzaj bonów jest emitowany od września 2005 r.

## III.1.3. Wartość zgromadzonych środków

- (40) Według ABI środki posiadane przez włoskie gospodarstwa domowe w formie pocztowych produktów oszczędnościowych i główne produkty konkurencyjne dla produktów pocztowych są następujące:

Tabela 3

## Pocztowe produkty oszczędnościowe i produkty porównywalne posiadane przez włoskie gospodarstwa domowe, w mln EUR

Instrument finansowy	Grudz. 1999	Grudz. 2004
Pocztowe bony oszczędnościowe	113	160
Państwowe papiery wartościowe	126	203
Rządowe fundusze obligacyjne w euro	156	160
Pocztowe książeczki oszczędnościowe	36	60
Bankowe lokaty oszczędnościowe	69	74

Źródło: ABI.

<sup>(19)</sup> Dow Jones Euro Stoxx 50. Zob. bilans CDP za 2004 r.

<sup>(20)</sup> Bony BFP wyemitowane przez CDP i Ministerstwo Finansów, które od 2001 r. zaprzestało emisji.

### III.2. Wynagrodzenie dla PI z tytułu dystrybucji bonów BFP

- (41) Za usługę dystrybucji pocztowych bonów oszczędnościowych PI otrzymuje roczne wynagrodzenie, którego wysokość od 2000 r. ustalana jest w kolejnych umowach i późniejszych zmianach do nich wprowadzanych:
- umowa na lata 1999–2001 zawarta w dniu 4 sierpnia 1999 r. i wypowiedziana w dniu 27 października 2000 r.,
  - umowa na rok 2001 zawarta w dniu 10 maja 2001 r.,
  - umowa na rok 2002 zawarta w dniu 26 lipca 2002 r.,
  - umowa na lata 2003–2005 zawarta w dniu 23 października 2003 r., zmieniona na lata 2004 i 2005 dwoma porozumieniami uzupełniającymi zawartymi między PI i CDP zawartymi w dniu 24 grudnia 2004 r. i 20 października 2005 r.,
  - umowa na lata 2006–2008 zawarta w dniu 30 marca 2006 r.
- (42) Na podstawie kolejnych umów roczne wynagrodzenie wypłacane PI składa się z trzech elementów: (i) prowizja od wartości brutto zgromadzonych środków (*upfront fee*), która zależy od wartości bonów BFP subskrybowanych w danym roku; (ii) prowizja za zarządzanie subskrybowanymi bonami BFP; (iii) inne składowe specjalne, jak podano w tabelach 4 i 5.

Tabela 4

#### Wynagrodzenie za bony BFP wynikające z zawartych umów

2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Roczna prowizja od subskrybowanych bonów BFP: [...] <sup>(*)</sup> <sup>(23)</sup>	Roczna prowizja od subskrybowanych bonów BFP: [...]	Roczna prowizja od subskrybowanych bonów BFP: [...]	Roczna prowizja od subskrybowanych bonów BFP: [...] <sup>(24)</sup>	Roczna prowizja od subskrybowanych bonów BFP: [...]	Roczna prowizja od subskrybowanych bonów BFP: [...]	Roczna prowizja od subskrybowanych bonów BFP: [...]
Wynagrodzenie zależne od wartości nowych subskrypcji bonów dokonanych w danym roku: [...]	Wynagrodzenie zależne od wartości nowych subskrypcji bonów dokonanych w danym roku: [...]	Wynagrodzenie zależne od wartości nowych subskrypcji bonów dokonanych w danym roku: [...]	Wynagrodzenie zależne od wartości nowych subskrypcji bonów dokonanych w danym roku: [...]	Wynagrodzenie zależne od wartości nowych subskrypcji bonów dokonanych w danym roku: [...]	Wynagrodzenie zależne od wartości nowych subskrypcji bonów dokonanych w danym roku: [...]	Wynagrodzenie zależne od wartości nowych subskrypcji bonów dokonanych w danym roku: [...]
Inne składowe wynagrodzenia: [...] <sup>(25)</sup>	Inne składowe wynagrodzenia: [...]	Inne składowe wynagrodzenia: [...]	Inne składowe wynagrodzenia: [...]	Inne składowe wynagrodzenia: [...]	Inne składowe wynagrodzenia: [...]	Inne składowe wynagrodzenia: [...]

(\*) Informacja objęta tajemnicą zawodową.

<sup>(23)</sup> [...].

<sup>(24)</sup> [...].

<sup>(25)</sup> [...].

Tabela 5

## Roczne wynagrodzenie dla PI w latach 2000–2006 w mln EUR

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Wynagrodzenie za nowe subskrypcje	57	243	123	302	381	487	460
bony na 18 miesięcy						13	50
bony indeksowane				8	7	29	59
bony terminowe	25	73	60				
bony zwykłe	32	170	63	293	374	444	351
Wynagrodzenie za zarządzanie księgowo-administracyjne:	252	196	194	115	101	96	99
bony na 18 miesięcy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
bony indeksowane	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
bony terminowe	130,6	98,2	94,7	46,9	36,5	26,0	20,6
bony zwykłe	121,4	98,0	98,9	67,6	64,8	69,6	78,0
Wynagrodzenie za produkcję bonów papierowych				15	16	18	18
Wynagrodzenie łącznie	309	439	316	431	498	600	577

- (43) Z bilansów CDP wynika, że wysokość wynagrodzenia wypłaconego dla PI zależy w dużym stopniu od wielkości zgromadzonych środków i umożliwia CDP utrzymanie wyjątkowej elastyczności operacyjnej oraz uproszczonej struktury kosztów.

## IV. POWODY WSZCZĘCIA POSTĘPOWANIA

- (44) Przede wszystkim Komisja przypomina, że w decyzji z dnia 22 listopada 2006 r. stwierdziła, że ramy prawne mające zastosowanie do CDP w zakresie dystrybucji pocztowych produktów oszczędnościowych (pocztowe bony oszczędnościowe i pocztowe książeczki oszczędnościowe) nie ustanawiają żadnego wyłącznego prawa dystrybucji *de iure*.
- (45) Komisja żywiła wątpliwości co do faktu, czy poziom wynagrodzenia wypłaconego przez CDP dla PI z tytułu dystrybucji pocztowych bonów oszczędnościowych może stanowić wynagrodzenie porównywalne z poziomem rynkowym i wyraziła w szczególności wątpliwości co do przywołanych przez Włochy produktów porównywalnych, które mają zostać zastosowane przy ocenie zgodności tego wynagrodzenia z poziomem wynagrodzenia rynkowego. Komisja stwierdziła ponadto, że na obecnym etapie nie zna dokładnego składu i wartości różnego typu wynagrodzeń wypłacanych PI z tytułu dystrybucji pocztowych bonów oszczędnościowych od 2000 r.
- (46) W związku z tym Komisji trudno było ustalić, czy wszystkie składowe wynagrodzenia z tytułu dystrybucji pocztowych bonów oszczędnościowych:
- (i) spełniają trzecie i czwarte kryterium orzeczenia *Altmark* <sup>(26)</sup> od 2004 r.; oraz

<sup>(26)</sup> Wyrok w sprawie C-280/00 *Altmark Trans GmbH i Regierungspräsidium Magdeburg przeciwko Nahverkehrsgesellschaft Altmark GmbH*, Rec. 2003, s. I-07747, i sprawy połączone C-34/01 do C-38/01 *Enirisorse SpA przeciwko Ministerstwo Finansów*, Rec. 2003, s. I-14243.



(ii) były zgodne z poziomem wynagrodzenia rynkowego w latach 2000–2003.

- (47) Wreszcie Komisja napotkała poważne trudności w ocenie zgodności wypłaconego przez CDP wynagrodzenia dla PI za pocztowe bony oszczędnościowe, przy założeniu, że stanowi ono pomoc państwa.

#### V. UWAGI ZAINTERESOWANYCH STRON

- (48) W trakcie prowadzenia postępowania wpłynęły tylko uwagi ABI.
- (49) W skardze z dnia 30 grudnia 2005 r. ABI twierdził, że wynagrodzenie za działalność prowadzoną przez PI na rzecz CDP jest wyższe w porównaniu z:
- prowizjami ustalonymi *ex lege* z tytułu dystrybucji państwowych papierów wartościowych (*Buoni Ordinari del Tesoro* – BOT – zwykle obligacje skarbowe, *Buoni del Tesoro Poliennali* – BTP – wieloletnie obligacje skarbowe, *Certificati del tesoro zero-coupon* – CTZ – świadectwa skarbowe zero-kuponowe<sup>(27)</sup>),
  - prowizjami otrzymywanymi przez banki z tytułu dystrybucji obligacji emitowanych przez osoby trzecie.
- (50) W szczególności ABI stwierdza, że prowizje z tytułu sprzedaży obligacji korporacyjnych wynoszą od 0,5 % do 6 % i zależą od wielu czynników, takich jak na przykład ocena emitenta, struktura emisji, sieć sprzedaży, stopień złożoności papieru wartościowego. Prowizje, jakich żądają banki z tytułu sprzedaży obligacji bankowych w imieniu stron trzecich, wynoszą średnio 1–1,5 % subskrybowanej kwoty.
- (51) Zdaniem ABI wynagrodzenie wypłacane przez państwo dla PI z tytułu dystrybucji pocztowych produktów oszczędnościowych stanowi pomoc państwa na korzyść PI i na szkodę banków, które mogłyby świadczyć tę usługę na lepszych warunkach i przy mniejszych obciążeniach dla państwa.
- (52) Pismami z dnia 13 marca 2007 r. i 18 maja 2007 r. ABI przedstawił następujące uwagi dodatkowe.
- (53) ABI twierdzi, że wynagrodzenie z tytułu dystrybucji pocztowych bonów oszczędnościowych winno być zrównane z przewidzianym wynagrodzeniem z tytułu dystrybucji państwowych papierów wartościowych, BOT lub BTP w zależności od okresu zapadalności. Niemniej PI, poza tym, że otrzymuje prowizję za dystrybucję w wysokości zależnej od subskrybowanego kapitału wyższą niż prowizja przewidziana dla państwowych papierów wartościowych (około 195-160 punktów bazowych), otrzymuje dodatkowe wynagrodzenie zależne od wartości bonów BFP.
- (54) Ponadto zdaniem ABI z wynikami analizy porównawczej podanymi w decyzji Komisji z dnia 22 listopada 2006 r. nie można się zgodzić z następującymi powodów:
- pocztowe bony oszczędnościowe są produktami emitowanymi przez CDP, która jest pośrednikiem finansowym i jej ocena *ratingowa* jest na takim samym poziomie jak ocena państwa włoskiego (A+, Aa2, AA-). Dlatego też pocztowe bony oszczędnościowe cechują się profilem ryzyka zdecydowanie niższym w porównaniu z produktami korporacyjnymi, tj. emitowanymi przez przedsiębiorstwa niefinansowe<sup>(28)</sup>. Przy takiej samej ocenie *ratingowej* każdy rodzaj obligacji korporacyjnych cechuje się poziomem ryzyka większym niż państwowe papiery wartościowe lub papiery wartościowe emitowane przez przedsiębiorstwa finansowe. Nie jest więc możliwe uznanie bonów BFP za porównywalne z obligacjami korporacyjnymi, które emitowane są przez pośredników niefinansowych,

<sup>(27)</sup> BOT to krótkoterminowe obligacje skarbowe zero-kuponowe, BTP to długoterminowe obligacje skarbowe, CTZ to krótkoterminowe obligacje skarbowe zero-kuponowe (maksymalny okres wykupu wynosi 2 lata). Prowizje za sprzedaż ustalone są przez państwo *ex lege*.

<sup>(28)</sup> Zdaniem ABI obligacje korporacyjne nie obejmują obligacji wyemitowanych przez spółki finansowe.

- zwykle bony BFP nie są porównywalne z obligacjami strukturyzowanymi indeksowanymi wskaźnikiem inflacji. Obligacje te oferują subskrybentowi zwrot indeksowany w zależności od poziomu wcześniej ustalonego parametru – inaczej niż zwykle bony BFP, których zwrot jest stały i zależy od długości okresu posiadania – i potencjalnie wyższego w porównaniu z bonami BFP przy wyższym poziomie ryzyka,
  - w przeciwieństwie do tego, co stwierdza się w analizie porównawczej, bony BFP terminowe i 18 miesięczne nie są zbywalne na rynku wtórnym.
- (55) Pismem z dnia 18 maja 2007 r. ABI przekazał Komisji wyniki specjalnego badania, przeprowadzonego przez spółkę konsultingową, mającego na celu określenie produktów porównywalnych z pocztowymi bonami oszczędnościowymi i przeanalizowanie wynagrodzenia z tytułu dystrybucji tych produktów. Analiza potwierdza stanowisko ABI i określa, wymienione poniżej, produkty porównywalne z pocztowymi bonami oszczędnościowymi.

**Wskazanie produktów porównywalnych z pocztowymi bonami oszczędnościowymi i wynagrodzenie z tytułu ich dystrybucji**

- (56) Produktem porównywalnym ze zwykłym pocztowym bonem oszczędnościowym jest BTP. BFP i BTP są podobne pod względem okresu zbywalności, poziomu ryzyka, zwrotu i oprocentowania. Prowizje za sprzedaż BTP wynoszą od 0,30 % do 0,40 % subskrybowanego kapitału.
- (57) W przeciwieństwie do tego, co stwierdza się w analizie cytowanej w decyzji Komisji z dnia 22 listopada 2006 r., zwykle bony BFP nie mogą być traktowane jako porównywalne z:
- obligacjami korporacyjnymi, mającymi ocenę *ratingową* równą lub wyższą BBB, ponieważ bony BFP cechują się zdecydowanie niższym poziomem ryzyka przy takiej samej ocenie,
  - obligacjami indeksowanymi wskaźnikiem inflacji, ponieważ bony BFP mają stałą stopę zwrotu i zależą od długości okresu ich posiadania, a nie od wysokości wskaźnika inflacji.
- (58) Odnośnie do złożoności zwykłych pocztowych bonów oszczędnościowych ABI potwierdza, że ten rodzaj bonów nie wchodzi w zakres definicji strukturyzowanego papieru wartościowego określonej przez Banca d'Italia. Obecność opcji typu *put* w bonach BFP nie stanowi powodu przyznania wyższego wynagrodzenia z tytułu dystrybucji. Przedmiotowa opcja jest co najwyżej gwarancją dla subskrybenta, który ma możliwość wycofania inwestycji w dowolnie wybranym momencie, a nie wpływa na strukturę i poziom ryzyka tego papieru wartościowego.
- (59) Produktami porównywalnymi z BFP na 18 miesięcy są państwowe papiery wartościowe, takie jak BOT i CTZ. W przeciwieństwie do tego, jak wskazano w analizie porównawczej, bonów BFP na 18 miesięcy nie można uznać za porównywalne z obligacjami korporacyjnymi o ocenie równej lub wyższej od A+, ponieważ cechują się zdecydowanie niższym poziomem ryzyka.
- (60) Prowizje za sprzedaż BOT wynoszą od 0,05 % do 0,30 % subskrybowanego kapitału w zależności od długości okresu zbywalności (i są uiszczane przez subskrybenta jednostce sprzedającej). Prowizje za sprzedaż CTZ wynoszą 0,20 % subskrybowanego kapitału.
- (61) Produktami porównywalnymi z BFP terminowymi są państwowe papiery wartościowe, takie jak BOT, CTZ i BTP, w zależności od pozostałego okresu zbywalności BFP.

- (62) Produktami porównywalnymi z BFP indeksowanymi wskaźnikiem inflacji są BTP EURi (średnio- i długoterminowe państwowe papiery wartościowe indeksowane wskaźnikiem inflacji w strefie euro). Ten rodzaj bonów BFP nie jest porównywalny do indeksowanych obligacji korporacyjnych (*equity linked*), ponieważ cechuje się poziomem ryzyka zdecydowanie niższym, a zwrot nie jest powiązany z koszykiem instrumentów finansowych (jak w przypadku obligacji *equity linked*), ale ze wskaźnikiem inflacji.
- (63) Prowizje z tytułu sprzedaży bonów BTP EURi wynoszą 0,40 % subskrybowanego kapitału.
- (64) Produktami porównywalnymi z BFP indeksowanymi są obligacje indeksowane emitowane przez przedsiębiorstwo finansowe (choć poziom ryzyka jest niższy w przypadku bonów BFP). Tego rodzaju BFP nie można jednak porównać z obligacjami korporacyjnymi, ponieważ CDP jest pośrednikiem finansowym.
- (65) Prowizje z tytułu sprzedaży obligacji indeksowanych wskaźnikami finansowymi (*financial index linked*) wynoszą od 1 % do 2,5 % subskrybowanego kapitału.
- (66) Wreszcie argument wcześniej podnoszony przez ABI, zgodnie z którym powszechne otwarte rządowe fundusze inwestycyjne w euro miałyby być uznane za produkt porównywalny z BFP, nie jest powtórzony w piśmie z dnia 18 maja 2007 r. bez udzielenia dodatkowych wyjaśnień.

#### **Struktura wynagrodzenia**

- (67) ABI opisuje dwa możliwe scenariusze dystrybucji produktów porównywalnych z bonami BFP. W pierwszym scenariuszu produkty są dystrybuowane przez podmiot (dystrybutora), który otrzymuje wynagrodzenie wyłącznie za tę działalność (przy czym zarządzanie pozostaje w gestii emitenta). W drugim scenariuszu produkty są dystrybuowane i zarządzane przez dystrybutora, który otrzymuje wynagrodzenie za wszystkie czynności (w przypadku gdy nie są wyraźnie rozdzielone dwie składowe wynagrodzenia: z tytułu dystrybucji i z tytułu zarządzania księgowo-administracyjnego). Wyniki analizy wykazały, że w praktyce rynkowej niemożliwe jest wyodrębnienie z kwoty prowizji części związanej z działalnością dystrybucyjną, zarządzaniem księgowo-administracyjnym i produkcją bonów papierowych.
- (68) Zdaniem ABI złożoność narzędzia, ocena emitenta, sieć sprzedaży, okres zapadalności papieru wartościowego, rozpoznawalność emitenta, struktura emisji i specyfika aspektów prawnych (zobowiązania emitenta do przestrzegania przepisów prawa i uzyskania stosownych pozwoleń) są elementami, które wpływają na poziom wynagrodzenia.
- (69) Twierdzenie, że bony BFP objęte gwarancją państwa charakteryzują się poziomem ryzyka zdecydowanie niższym niż korporacyjne papiery wartościowe, ABI uzasadnia faktem, że wewnętrzna stopa zwrotu (IRR) w przypadku państwowego papieru wartościowego jest zawsze niższa w porównaniu z papierem korporacyjnym o równoważnej ocenie. ABI stwierdza ponadto, że w przypadku emisji rządowych papierów wartościowych z oceną Aa dziesięcioletni współczynnik *default* wynosi 0, natomiast w przypadku obligacji korporacyjnych o tej samej ocenie wynosi 0,59.
- (70) Na koniec, niemożliwe jest obliczenie prowizji za produkcję bonów papierowych ze względu na fakt, że proces przechodzenia na niematerialną formę papierów wartościowych objął niemal cały rynek.

#### **VI. UWAGI WŁOCH**

##### **Analiza porównawcza**

- (71) Włochy opierają swoje uwagi na analizie porównawczej przeprowadzonej w styczniu 2006 r. (zwanej dalej „analizą”), zmierzającej do określenia poziomu wynagrodzenia rynkowego CDP/PI z tytułu pocztowych produktów oszczędnościowych w celu przygotowania nowej umowy na lata 2006–2008.

- (72) Metodologia badania opiera się na sześciu następujących po sobie etapach:
- (i) wskazanie głównych cech charakterystycznych każdego produktu pocztowego;
  - (ii) wskazanie porównywalnego instrumentu finansowego dla każdego produktu pocztowego;
  - (iii) zdefiniowanie próbki referencyjnej, służącej za podstawę analizy;
  - (iv) wskazanie składników gospodarczych celem dokonania porównania;
  - (v) badanie wysokości stawki wynagrodzenia; oraz
  - (vi) porównanie stawki wynagrodzenia ze stawką wypłacaną PI przez CDP.
- (73) Z analizy wynika, że trzy czynniki mają wpływ na poziom prowizji za oszczędności pocztowe: poziom ryzyka/zwrotu, struktura papieru wartościowego (instrumenty strukturyzowane lub „*plain vanilla*”<sup>(29)</sup> i okres inwestycji.
- (74) Włochy podkreślają w szczególności, że prowizja z tytułu dystrybucji bonów BFP nie jest porównywalna z prowizją za sprzedaż państwowych papierów wartościowych z następujących powodów:
- między tymi dwiema rodzinami produktów występuję istotne różnice: bony BFP ze względu na fakt, że dopuszczają opcję wcześniejszej spłaty (zob. motyw 37) są instrumentami bardziej złożonymi od „*plain vanilla*” i można je uznać za obligacje strukturyzowane,
  - PI poza dystrybucją zajmuje się też zarządzaniem administracyjno-księgowym bonami BFP, co nie jest działalnością wymaganą od banków, w przypadku gdy prowadzą sprzedaż państwowych papierów wartościowych.
- (75) Następnie wymienione są główne wnioski wynikające z przeprowadzonej analizy:
- Produktami porównywalnymi z długoterminowymi bonami BFP są strukturyzowane papiery wartościowe typu obligacje korporacyjne<sup>(30)</sup> indeksowane wskaźnikiem inflacji i *equity linked* o ocenie równej lub wyższej niż BBB wg Standard&Poor’s lub Baa2 wg Moody’s oraz otwarte obligacyjne rządowe fundusze inwestycyjne w euro. W odniesieniu do otwartych funduszy inwestycyjnych w analizie stwierdza się, że ten rodzaj produktu podobny jest do BFP, ponieważ również jest emitowany w sposób ciągły, a subskrybent może w dowolnym momencie zażądać zwrotu kapitału i narosłych odsetek; za kolejny aspekt świadczący o podobieństwie można uznać fakt, że zarządzanie administracyjne papierami wartościowymi jest prowadzone przez spółki zarządzające funduszami. W analizie porównuje się różne składowe wynagrodzenia z tytułu dystrybucji funduszy obligacyjnych i bonów BFP i stwierdza się, że poziomy odpowiadają normalnym stawkom rynkowym stosowanym dla porównywalnych produktów<sup>(31)</sup>.
- <sup>(29)</sup> Gdzie przez „*plain vanilla*” powszechnie rozumie się „*the most basic or standard version of a financial instrument, usually options, bonds, futures and swaps*”. Źródło: [www.investopedia.com](http://www.investopedia.com) według informacji pochodzącej od niezależnego biegłego powołanego przez Komisję.
- <sup>(30)</sup> Choć Włochy stosują ogólne pojęcie „obligacji korporacyjnej”, próbkę referencyjną stosowaną w analizie stanowi koszyk obligacji złożony w większości z emisji bankowych (zob. s. 7 pisma władz włoskich z dnia 22 czerwca 2007 r.). Definicja „obligacji korporacyjnych” jest więc rozszerzona, ponieważ nie odnosi się do obligacji emitowanych wyłącznie przez przedsiębiorstwa przemysłowe w ścisłym znaczeniu, ale również przez banki.
- <sup>(31)</sup> Dla celów niniejszej symulacji uwzględniono prowizję z tytułu dystrybucji i prowizję z tytułu zarządzania wypłacaną z dołu i pobieraną corocznie, pomnożoną przez zakładany okres posiadania środków, równy średniemu okresowi ważności bonów BFP. W przypadku funduszy obligacyjnych prowizja za subskrypcję wynosi od 0,70 % do 20 %, a prowizja za zarządzanie od 0,80 % do 1,05 %, choć niektóre fundusze nie stosują żadnych prowizji za subskrypcję.

- W przypadku bonów BFP na 18 miesięcy nie jest możliwe wskazanie produktów o podobnych cechach i z analizy wyłącza się prowizję od pożyczek obligacyjnych strukturyzowanych o krótszym okresie ważności i ocenie równej lub wyższej niż A- wg Standard&Poor's lub A3 wg Moody's, zakładając liniowy rozkład prowizji za dystrybucję.
- Analiza nie uwzględnia państwowych papierów wartościowych za produkty porównywalne z bonami BFP, ponieważ charakteryzują się strukturą („plain vanilla”) zasadniczo odmienną w porównaniu ze strukturą bonów BFP, które są bardziej złożonymi produktami finansowymi (zob. motyw 37).
- Poziomy rynkowe i poziomy prowizji mające zastosowanie dla CDP/PI wynikające z próbki referencyjnej pożyczek obligacyjnych podano w tabeli 6.

Tabela 6

**Poziom prowizji rynkowych dla próbki referencyjnej korporacyjnych obligacji strukturyzowanych w latach 2006–2008 i poziomy stosowane zgodnie z konwencją CDP/PI, w %**

Rodzaje bonów BFP		Porównanie		Wynagrodzenie dla PI
		Min	Max	
Bony zwykłe	Wynagrodzenie od zainwestowanych kwot	1,35	3,05	[...] <sup>(32)</sup>
Bony indeksowane	Wynagrodzenie od zainwestowanych kwot	1,80	3,45	[...] <sup>(33)</sup>
Bony na 18 miesięcy	Wynagrodzenie od zainwestowanych kwot	0,48	1,25	[...]

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

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

- (76) Jak wynika z tabeli, po przeanalizowaniu próbki porównywalnych papierów wartościowych w analizie porównawczej stwierdza się, że bony BFP charakteryzują się poziomem prowizji mieszczącym się w przedziale nie większym niż dla porównywalnych produktów.
- (77) W analizie podaje się ponadto, że w przypadku nieosiągnięcia zakładanej wartości netto środków zgromadzonych z tytułu bonów BFP wynagrodzenie dla PI może zostać zmniejszone. Ponieważ w odróżnieniu od obligacji bony BFP są wypłacane na żądanie, PI jest zobowiązane do zarządzania w celu osiągnięcia wszystkich zakładanych celów.
- (78) Odnośnie do wynagrodzenia za zarządzanie bonami BFP niematerialnymi w analizie proponuje się zastosować dla porównania poziomów prowizji taryfy, jakie spółka *Monte Titoli SpA* stosuje dla pośredników za usługi zarządzania scentralizowanego, i zauważa, że ta część wynagrodzenia jest zgodna z warunkami rynkowymi (sytuując się w przedziale wynoszącym – w zależności od zgromadzonej wartości bonów BFP niematerialnych – od 0,0023 % do 0,0020 %). W odniesieniu do bonów BFP papierowych nie było możliwe dokonanie analizy porównawczej na rynku bankowym włoskim, ponieważ ten rodzaj bonów BFP jest jedynym, który jeszcze jest w obiegu w formie papierowej.

**Uwagi Włoch w związku ze wszczęciem formalnego postępowania wyjaśniającego**

- (79) Pismami z dnia 2 lutego 2007 r., 18 kwietnia 2007 r., 22 czerwca 2007 r., 11 marca 2008 r., 13 maja 2008 r. i 17 czerwca 2008 r. Włochy przedstawiły następujące uwagi.
- (80) Włochy twierdzą, że prowizja z tytułu dystrybucji pobierana przez PI od 2000 r. jest zgodna z kryteriami rynkowymi i należy ją uznać za maksymalną prowizję, wypłacaną tylko wówczas, gdy osiągnięte są zakładane cele co do wartości brutto sprzedanych bonów BFP. Wynagrodzenie dla PI jest więc trudno porównywalne z wynagrodzeniem otrzymywanym przez innych dystrybutorów podobnych produktów.

- (81) Włochy powtarzają wnioski z analizy porównawczej, dotyczące określenia produktów porównywalnych i odnośnych wynagrodzeń.
- (82) Z porównania ze strukturą prowizji z tytułu pocztowych książeczek oszczędnościowych, którą Komisja decyzją z dnia 22 listopada 2006 r. uznała za zgodną z rynkiem, wynika, że prowizja za bony BFP jest niższa. Jeśli prowizja za bony BFP zostanie przeliczona na średni okres życia instrumentu (około [7–10] lat), otrzyma się prowizję w wysokości około [...] % rocznie, co jest wartością niższą od rocznego wynagrodzenia z tytułu pocztowych książeczek oszczędnościowych, które wynosi 0,90 %. Niemniej prawdą jest, że bony BFP i pocztowe książeczki oszczędnościowe są odmiennymi produktami: książeczki stanowią instrument krótkoterminowego gromadzenia środków, a bony BFP są instrumentami średnio-/długoterminowymi strukturyzowanymi o większej złożoności.
- (83) Włochy podkreślają, że papierowa forma produktów finansowych jest niezwykle rzadko spotykana na rynku i że papierowe bony BFP można uznać za podobne do certyfikatów depozytowych emitowanych przez przedsiębiorstwa kredytowe. Te ostatnie pobierają od subskrybenta jednorazową prowizję, która może wynosić od co najmniej 4,50 EUR do nie więcej niż 9,30 EUR za jeden papier wartościowy, niezależnie od jego wartości i okresu ważności. Uwzględniając, że średni termin zapadalności certyfikatów depozytowych wynosi 24 miesiące, Włochy zauważają, że przedsiębiorstwa kredytowe pobierają roczną prowizję za każdy certyfikat w wysokości od 2,25 EUR do 4,65 EUR. Jeśli uwzględnimy fakt, że średnia wartość bonów BFP wynosi około 2 000 EUR, i do tej kwoty zastosujemy procentowe wynagrodzenie przyznawane PI (0,11 %), otrzymamy roczną prowizję za jeden papierowy instrument wartościowy w wysokości 2,20 EUR, co jest zgodne z poziomami prowizji za certyfikaty depozytowe.
- (84) W odniesieniu do wynagrodzenia za produkcję bonów papierowych porównywalną formą papierową są certyfikaty papierowe odpowiadające wartości otwartych funduszy inwestycyjnych, których koszt wynosi średnio od 10 do 20 EUR za certyfikat. Dlatego też wynagrodzenie wypłacane dla PI, wynoszące około 1,70 EUR za każdy papier wartościowy, może być uznane za rozsądne.
- (85) W odniesieniu do marży za usługi dystrybucji bonów BFP Włochy podkreślają, że bony BFP stanowią część oferty inwestycyjnej mieszczącej się w szerszym zakresie usług finansowych oferowanych klientom przez PI w celu dokonywania właściwszej alokacji środków. Marża za usługi Bancoposta (wynosząca [...] w 2005 r.) jest zdecydowanie niższa od marży obowiązującej w przypadku wszystkich podobnych usług oferowanych przez system bankowy (która sytuuje się na poziomie 35 %).
- (86) W odniesieniu do podziału na odrębne składowe wynagrodzenia za porównywalne produkty Włochy twierdzą, że takie rozróżnienie nie jest zasadnicze, by wykazać istnienie lub brak danej korzyści gospodarczej dla PI, ale że wystarczające jest porównanie łącznego wynagrodzenia za bony BFP z wynagrodzeniem za produkty porównywalne.
- (87) W odniesieniu do przestrzegania zasad obowiązujących rynkowy podmiot gospodarczy Włochy twierdzą, że sposób obliczania wynagrodzenia został opracowany z uwzględnieniem logiki ekonomicznej, stanowiącej podstawę decyzji rynkowych. Dlatego też, mimo braku badań sięgających 2000 r., wynagrodzenie opiera się na tych samych zasadach ekonomicznych, co później zostało potwierdzone przez analizę porównawczą (zob. tabele 4 i 5).
- (88) Zdaniem władz włoskich PI prowadzi odrębną rachunkowość dla całej gamy detalicznych usług finansowych i nie dokonuje rozróżnienia między poszczególnymi produktami finansowymi dla celów księgowych. Zestawienie kosztów i zysków dla pojedynczego produktu, w tym bonów BFP, prowadzone jest wyłącznie dla celów analizy zarządzania i charakteryzuje się dużym stopniem przybliżenia. Z analizy tej wynika, że bony BFP są produktami, które powodują większe koszty w zakresie zarządzania w porównaniu z innymi produktami, jak np. rachunki bieżące. W 2005 r. Włochy ustaliły we wskaźniku całkowitej rentowności wynoszącym [...] %<sup>(34)</sup> najlepszy zamiennik odnoszący się do danych ekonomiczno-finansowych bonów BFP.

<sup>(34)</sup> Zgodnie z podziałem księgowym PI i w odniesieniu do średnich wartości usług finansowych wskaźnik rentowności w 2005 r. wynosi [...] %. Zważywszy na większe koszty związane z zarządzaniem bonami BFP, Włochy podają wartość [...] % jako rozsądny zamiennik wskaźnika rentowności bonów BFP.

- (89) Banca d'Italia potwierdza, że bony BFP są instrumentami finansowymi strukturyzowanymi z następujących powodów: są to papiery wartościowe o charakterze obligacyjnym lub debetowym, są to instrumenty pochodne, ponieważ zawierają kontrakt pochodny typu opcjonalnego, a te dwie cechy – obligacyjność i pochodność – stanowią nierozzerwalne cechy tego samego instrumentu.

**Komentarz Włoch do uwag przedstawionych przez ABI**

- (90) Włochy nie podzielają argumentacji przedstawionej przez ABI w odniesieniu do określenia produktów porównywalnych z bonami BFP.
- (91) Włochy podkreślają, że obecnie różnica w cenie ustalonej przez poszczególnych emitentów – typu *sovereign* (państwa lub instytucje ponadnarodowe), finansowych, bankowych i korporacyjnych (przemysłowych *sensu stricte*) – przy takiej samej ocenie, jest rzędu kilku setnych punktu (różnica kosztów pozyskania pieniądza między dwoma krańcowymi przedziałami (państwowym i korporacyjnym) wynosi około 5/6 punktów bazowych tam, gdzie różnica między przedziałem finansowym a korporacyjnym wynosi 2/3 punkty bazowe). Innymi słowy, w przypadku emitentów o tej samej ocenie ich charakter (państwo, instytucja finansowa, agencja kredytowa itd.) nie ma znaczenia ani nie unieważnia wniosków z analizy przedstawionej przez Włochy. W przeciwieństwie do tego, co twierdzi ABI, analiza porównawcza zawiera rozszerzoną definicję produktów korporacyjnych, ponieważ nie odnosi się do obligacji emitowanych wyłącznie przez przedsiębiorstwa przemysłowe, ale również finansowe. Ponadto średnia ocena obligacji z koszyka referencyjnego użytego dla celów analizy wynosi AA-, a więc jest wyższa zarówno od oceny CDP (A+), która emituje bony BFP, jak i od oceny Republiki Włoskiej (A+), która udziela gwarancji dla bonów BFP.
- (92) Włochy podają również, że z tytułu dystrybucji obligacji strukturyzowanych emitowanych przez włoskie banki PI/Bancoposta otrzymała prowizję w wysokości średnio 2,9 %, porównywalnej do prowizji z tytułu dystrybucji bonów BFP.
- (93) Włochy kwestionują porównanie bonów BFP z państwowymi papierami wartościowymi z następujących powodów:
- sposób dystrybucji jest odmienny (mechanizm aukcji w przypadku państwowych papierów wartościowych i emisja w sposób ciągły w przypadku BFP),
  - stopień złożoności jest odmienny,
  - w przypadku dystrybucji państwowych papierów wartościowych prowizje pobierane są niezależnie od kwoty subskrybowanej, w odróżnieniu od tego, co ma miejsce w przypadku BFP, które implikują konieczność dokładnego planowania i zarządzania przez sieć PI, mających na celu osiągnięcie specyficznych celów związanych z gromadzeniem środków. Szczególne znaczenie ma wysiłek włożony w zarządzanie i organizację oraz wypracowanie lojalności klienta w sytuacji możliwości odstąpienia przez inwestora od inwestycji w dowolnym momencie.
- (94) Z tych powodów bony nie są porównywalne z państwowymi papierami wartościowymi, ale raczej z otwartymi funduszami inwestycyjnymi ze względu na sposób dystrybucji i zarządzania.
- (95) W odniesieniu do faktu, że zgodnie z przepisami prawa koszt gromadzenia środków w przypadku bonu pocztowego musi być na podobnym poziomie jak koszt zadłużenia skarbu państwa na rynku, Włochy uściślają, że roczny zysk brutto z bonów BFP okazuje się niższy w porównaniu z państwowymi papierami wartościowymi (o około 180 punktów bazowych w przypadku instrumentów przedstawionych dla przykładu o terminie wykupu 8, 10 i 20 lat). Taka różnica wynika zdaniem Włoch z dorozumianej obecności opcji *put* typu amerykańskiego. Jeśli dodane zostaną jeszcze prowizje z tytułu dystrybucji, koszt dla państwa okazuje się być na podobnym poziomie.

- (96) Włochy zauważają, że ABI nie uwzględnia dorozumianej obecności opcji w bonach BFP i nie wskazuje na otwarte fundusze inwestycyjne jako porównywalne instrumenty. Zdaniem władz włoskich bony BFP wchodzą w zakres sformułowanej przez Banca d'Italia definicji strukturyzowanych papierów wartościowych.
- (97) Włochy podkreślają, że prowizja z tytułu dystrybucji bonów BFP jest wypłacana za kompleksową działalność PI, mającą na celu osiągnięcie różnych celów związanych z gromadzeniem środków brutto i netto w zakresie zarówno oszczędności pocztowych, jak i poszczególnych produktów. Prowizja ta obejmuje ponadto wynagrodzenie dla PI za zarządzanie klientem po subskrypcji oraz przez cały okres ważności bonu BFP (szczególnie z powodu możliwości spłaty na żądanie i braku rynku wtórnego w przypadku bonów BFP).
- (98) Włochy kwestionują następnie twierdzenie ABI w odniesieniu do wysokości prowizji z tytułu dystrybucji obligacji indeksowanych wskaźnikami finansowymi, wynoszącej od 1 % do 2,5 %: średnia prowizja z tytułu dystrybucji pobierana przez PI za dystrybucję obligacji strukturyzowanych emitowanych przez banki zagraniczne i włoskie wynosi 3,05 % <sup>(35)</sup> a za dystrybucję obligacji emitowanych przez banki włoskie 2,9 % <sup>(36)</sup> (dla przykładu – z tytułu dystrybucji obligacji strukturyzowanych emitowanych przez *Capitalia SpA* PI otrzymało prowizję w wysokości 3,212 % <sup>(37)</sup> nominalnej wartości subskrybowanej).
- (99) Włochy wnioskują więc, że analiza ABI jest ogólna i nie uwzględnia specyfiki dystrybucji bonów BFP w porównaniu z innymi obligacjami.

#### VII. BADANIE BIEGŁEGO

- (100) Badania zlecone przez PI i przez ABI zostały wykonane podobnymi metodami, ale ich wyniki są trudne do zestawienia. W szczególności żadne z tych dwóch badań nie określiło produktów doskonale porównywalnych i obydwie badania, określając dany produkt jako podobny, podkreśliło inne czynniki wpływające na prowizję z tytułu dystrybucji.
- (101) Dlatego też Komisja powierzyła niezależnemu biegłemu zadanie wykonania „badania wynagrodzenia z tytułu dystrybucji pocztowych bonów oszczędnościowych”.

#### **Metoda zastosowana przez biegłego w celu określenia produktów podobnych**

- (102) Zasadniczym twierdzeniem biegłego po przeprowadzeniu badania jest to, że włoski rynek papierów wartościowych dzieli się na (i) pierwszy poziom, na którym emitenci zwracają się do inwestorów instytucjonalnych, rentowność sytuuje się na podobnym poziomie, uwzględniając ryzyko niewypełnienia zobowiązań i krzywą rentowności w euro, dystrybucja prowadzona jest przez duże banki inwestycyjne (lub dokonywana za pomocą mechanizmu aukcji, jak w przypadku większości włoskich obligacji skarbowych), a prowizje z tytułu dystrybucji są stosunkowo niewysokie; (ii) drugi poziom, na którym dystrybucja realizowana jest przez sieci detaliczne, które zwracają się do indywidualnych inwestorów, emitenci mogą zyskać lepsze warunki pożyczki w porównaniu z pierwszym poziomem, a prowizje z tytułu dystrybucji są zdecydowanie wyższe. Ta sytuacja przekłada się bezpośrednio na poziom prowizji związanych z produktami finansowymi: niezależnie od kombinacji cech produktów finansowych i jej zakładanego wpływu na prowizję z tytułu dystrybucji, sam fakt, że produkty finansowe są dystrybuowane na drugim poziomie rynku, powoduje znaczny wzrost wysokości prowizji.
- (103) Biegły podkreśla, że prowizje z tytułu dystrybucji produktów finansowych winny być funkcją wysiłku oczekiwanego od sieci dystrybucji za ich dystrybucję. Badanie określa następnie produkty najlepiej porównywalne z bonami BFP w oparciu o zasadnicze cechy najważniejszych produktów finansowych: ryzyko, płynność, złożoność umowna <sup>(38)</sup>, rozpoznawalność i status prawny emitenta, termin wykupu, wielkość emisji, struktura oferty, wymagana minimalna kwota inwestycji i kanał dystrybucji (instytucjonalna/detaliczna), z przyznaniem oceny tym cechom.

<sup>(35)</sup> Średnia prowizja obliczana jest dla okresu od listopada 1999 r. do grudnia 2007 r. od całkowitej kwoty 33 mld EUR.

<sup>(36)</sup> Średnia prowizja obliczana jest dla powyższego okresu od całkowitej kwoty 22 mld EUR.

<sup>(37)</sup> Wartość emisji wynosi 971,2 mln EUR.

<sup>(38)</sup> „Plain vanilla” lub instrumenty strukturyzowane.



(104) Oceny przyznane każdej z cech każdego produktu finansowego są następnie porównane z ocenami każdej kategorii bonów BFP.

Tabela 7

**Produkty finansowe i czynniki mające wpływ na wysokość prowizji z tytułu dystrybucji**

Produkt	Ryzyko	Płynność	Złożoność	Rozpoznawalność emitenta	Termin wykupienia	Dystrybucja instytucjonalna lub detaliczna	Struktura oferty	Wymagana minimalna kwota inwestycji, w EUR
BOT	niskie	wysoka	niska	wysoka	krótki	instytucjonalna	aukcja	1 000
BTP	niskie do średniego	wysoka	niska	wysoka	średni do długiego	instytucjonalna	aukcja	1 000
CCT <sup>(39)</sup>	niskie	wysoka	niska	wysoka	średni	instytucjonalna	aukcja	1 000
Depozyty oszczędnościowe	niskie	wysoka	niska	wysoka	krótki	detaliczna	emisja ciągła („on tap”)	nieokreślona
Lokaty terminowe	niskie	niska	niska	wysoka	krótki do średniego	detaliczna	emisja ciągła („on tap”)	nieokreślona
Certyfikaty depozytowe (CD)	niskie	niska	niska	wysoka	krótki do średniego	detaliczna	emisja ciągła („on tap”)	> = 50
Obligacje bankowe plain vanilla notowane	niskie do średniego	średnia	niska	wysoka	średni	detaliczna	oferta publiczna	> = 1 000
Obligacje bankowe plain vanilla nienotowane	niskie do średniego	niska	niska	wysoka	średni	detaliczna	oferta publiczna	> = 1 000
Obligacje bankowe strukturyzowane notowane	wysokie	średnia	wysoka	wysoka	średni	detaliczna	oferta publiczna	> = 1 000
Obligacje bankowe strukturyzowane nienotowane	wysokie	niska	wysoka	wysoka	średni	detaliczna	oferta publiczna	> = 1 000
Papiery wartościowe korporacyjne	średnie do wysokiego	niska do średniej	niska	niska do wysokiej	średni	instytucjonalna	oferta publiczna	> = 1 000
Otwarte fundusze inwestycyjne walutowe	niskie	wysoka	średnia	średnia	nie ma zastosowania	detaliczna	emisja ciągła („on tap”)	> = 100
Fundusze obligacyjne	średnie	wysoka	średnia	średnia	nie ma zastosowania	detaliczna	emisja ciągła („on tap”)	> = 100
Fundusze akcyjne	wysokie	wysoka	średnia	średnia	nie ma zastosowania	detaliczna	emisja ciągła („on tap”)	> = 100
Equity (notowane)	wysokie	średnia do wysokiej	niska	niska do wysokiej	nie ma zastosowania	instytucjonalna	oferta publiczna	> = 1 000
<b>BFP zwykle</b>	<b>niskie</b>	<b>średnia</b>	<b>niska</b>	<b>wysoka</b>	<b>długi</b>	<b>detaliczna</b>	<b>emisja ciągła („on tap”)</b>	<b>&gt; = 50</b>
<b>BFP terminowe</b>	<b>niskie</b>	<b>średnia</b>	<b>niska</b>	<b>wysoka</b>	<b>średni</b>	<b>detaliczna</b>	<b>emisja ciągła („on tap”)</b>	<b>&gt; = 50</b>
<b>BFP indeksowane po upływie terminu zapadalności</b>	<b>wysokie</b>	<b>średnia</b>	<b>wysoka</b>	<b>wysoka</b>	<b>średni</b>	<b>detaliczna</b>	<b>emisja ciągła („on tap”)</b>	<b>&gt; = 250</b>
<b>BFP indeksowane wskaźnikiem inflacji</b>	<b>średnie</b>	<b>średnia</b>	<b>wysoka</b>	<b>wysoka</b>	<b>średni</b>	<b>detaliczna</b>	<b>emisja ciągła („on tap”)</b>	<b>&gt; = 250</b>
<b>BFP na 18 miesięcy</b>	<b>niskie</b>	<b>średnia</b>	<b>niska</b>	<b>wysoka</b>	<b>krótki</b>	<b>detaliczna</b>	<b>emisja ciągła („on tap”)</b>	<b>&gt; = 50</b>

<sup>(39)</sup> CCT (certyfikaty kredytowe skarbowe) to obligacje skarbowe 7-letnie o zmiennej stopie oprocentowania.

- (105) Kanał dystrybucji (instytucjonalny lub detaliczny) jest kluczowym elementem służącym określeniu produktów porównywalnych. Bony BFP są bardziej porównywalne do produktów finansowych detalicznych, ponieważ na ogół są sprzedawane osobom prywatnym. Prawie wszystkie subskrybowane bony BFP (około 99 %) należą bowiem do osób prywatnych, natomiast inwestorzy instytucjonalni na ogół nie kupują tych produktów. Jest to główna cecha, która powoduje, że państwowe papiery wartościowe (BOT, BTP i CCT) nie są porównywalne z bonami BFP.
- (106) Badanie biegłego wykazuje, że obligacje bankowe są produktem najbardziej zbliżonym do bonów BFP (obligacje bankowe „plain vanilla” są porównywalne ze zwykłymi i terminowymi bonami BFP, a obligacje indeksowane z bonami BFP indeksowanymi – zob. tabela 14). Otwarte fundusze inwestycyjne uważane są za produkt w największym stopniu porównywalny<sup>(40)</sup>. Obydwa produkty istnieją tylko w formie zdematerializowanej<sup>(41)</sup>.
- (107) W tym względzie Komisja podkreśla, że chociaż należy ocenić prowizje zarówno dla bonów BFP papierowych, jak i zdematerializowanych, inne cechy (średni termin wykupu, zysk po upływie terminu i cechy związane z PI jako dystrybutorem) są identyczne dla obydwu form bonów BFP.

#### **Metoda zastosowana przez biegłego w celu obliczenia prowizji rynkowych za produkty podobne**

- (108) Celem dokonania porównania koniecznego do ustalenia prowizji z tytułu dystrybucji bonów BFP biegły wybrał zestaw danych dotyczących obligacji i otwartych funduszy inwestycyjnych na podstawie (i) dużej liczby prospektów informacyjnych obligacji bankowych notowanych na rynku TLX<sup>(42)</sup>, drugim po *Borsa Italiana* (giełdzie włoskiej) regulowanym rynku papierów wartościowych; oraz (ii) danych umieszczonych na stronach internetowych najważniejszych banków włoskich, gdzie na ogół dostępne są prospekty emisyjne obligacji. Zestaw danych składa się z 511 emisji obligacji dystrybuowanych na rynku włoskim w latach 2002–2008 (w tym 162 wyemitowane przed 2006 r.). Udział w poszczególnych latach (względem całkowitej liczby emisji) ostatnich emisji jest następujący: 18 % w 2006 r., 15 % w 2005 r., 9 % w 2004 r., 3 % w 2003 r. i 0,2 % w 2002 r.
- (109) Biegły przeprowadził dodatkowe analizy w oparciu o statystyki opisowe każdego z podobnych produktów. I tak w przypadku obligacji „plain vanilla” emitowanych przez banki (jako produktów porównywalnych najbardziej zbliżonych do zwykłych i terminowych bonów BFP) biegły stwierdził, że statystyki opisowe nie są wystarczające dla odpowiedniego zrozumienia czynników wpływających na poziom prowizji z tytułu dystrybucji, które miałyby zastosowanie do oceny zgodności poziomu wynagrodzenia z tytułu dystrybucji bonów BFP z warunkami rynkowymi. W szczególności obligacje bankowe nie są jednakowe we wszystkich ważnych aspektach i mogą nie być jednakowe względem pojedynczego typu BFP, z jakim miałyby być porównane. Dlatego też badania statystyczne muszą być wykorzystane w sposób racjonalny do ustalenia w ramach danej grupy podobnych papierów wartościowych, jakie cechy są faktycznie ważne dla ustalenia wysokości prowizji z tytułu dystrybucji. W tym celu biegły odniósł się do listy ważnych czynników, mających wpływ na prowizje z tytułu dystrybucji (zob. motywy 103–104). Wpływ tych niezależnych zmiennych na prowizje z tytułu dystrybucji w przypadku takiego produktu jak bon BFP oceniany jest w drodze analizy regresji.
- (110) Rozciągłość czasowa próbki obligacji bankowych uniemożliwia wyciągnięcie precyzyjnych wniosków co do zachowania się w czasie prowizji z tytułu dystrybucji za okres 2000–2003. Ze względów statystycznych nie jest możliwe stworzenie znaczących serii czasowych<sup>(43)</sup> poza okresem 2000–2006. Próbką obligacji bankowych może umożliwić wyłącznie wyciągnięcie wniosków co do okresu 2000–2006 w całości (a nie co do poszczególnych lat).

<sup>(40)</sup> Certyfikaty depozytowe są teoretycznie produktem najbardziej podobnym do bonów BFP na 18 miesięcy. Biegłemu udało się jednak znaleźć tylko jednego emitenta certyfikatów depozytowych, który dystrybuje te produkty za pośrednictwem sieci bankowych i który ujawnił poziom płaconych prowizji.

<sup>(41)</sup> Biegły nie był w stanie określić, które spośród produktów finansowych będących w obiegu we Włoszech są produktami porównywalnymi do produktów mających formę papierową.

<sup>(42)</sup> TLX SpA organizuje rynki negocjowania instrumentów finansowych, których celem jest spełnienie wymagań inwestycyjnych inwestorów nieprofesjonalnych, i zarządza tymi rynkami.

<sup>(43)</sup> Seria czasowa to sekwencja wartości, mierzona na ogół w następujących po sobie okresach, podzielonych na przedziały czasowe (często równe). Seria czasowa danych dotyczących produktów porównywalnych umożliwia porównanie faktycznych rocznych prowizji z tytułu BFP z rocznymi prowizjami z tytułu podobnych produktów.

- (111) Niemniej jednak biegły stwierdził wyraźnie, że wniosek dotyczący całego okresu jest znaczący, ponieważ ankiety przeprowadzone w terenie przyczyniły się do ustalenia, że wartość prowizji z tytułu dystrybucji nie uległa znacznym zmianom od 2000 r. (niektóre odpowiedzi wręcz wskazywały na obniżenie wartości).
- (112) W odniesieniu do otwartych funduszy inwestycyjnych ustalony został zestaw danych na podstawie 102 funduszy<sup>(44)</sup> i w przypadku tej próbki jedyną przydatną analizą są statystyki opisowe<sup>(45)</sup>. Niemniej jednak w tym przypadku możliwe jest ustalenie serii czasowej prowizji z tytułu dystrybucji otwartych funduszy inwestycyjnych pobieranych przez dystrybutorów.
- (113) Należy również rozważyć strukturę wynagrodzenia z tytułu dystrybucji produktów porównywalnych:
- struktura wynagrodzenia z tytułu dystrybucji obligacji bankowych oparta jest na oprocentowaniu wartości początkowej (*upfront*) subskrybowanej kwoty,
  - niektóre otwarte fundusze inwestycyjne wypłacają sieciom dystrybucji rekompensatę zarówno w formie prowizji *upfront*, jak i prowizji rocznych, podczas gdy inne płacą tylko prowizje roczne; w celu uzyskania jednego sposobu obliczania prowizji, który mógłby być zastosowany dla celów analizy, biegły zsumował dla każdego funduszu inwestycyjnego rzeczywistą prowizję *upfront* i szacunkową prowizję dodatkową *upfront*, mierzoną jako aktualna wartość rocznych prowizji pobieranych w trakcie przewidywanego okresu inwestycji w fundusz.

**Ustalenie porównywalnych wartości dla rzeczywistego wynagrodzenia wypłaconego przez CDP z tytułu dystrybucji bonów BFP**

- (114) Łączne wynagrodzenie, jakie PI otrzymuje od CDP na podstawie rocznych umów zawartych w latach 2000–2006 składa się z różnych składowych<sup>(46)</sup> (zob. też tabela 4):
- a) prowizja *upfront* obliczona na podstawie subskrybowanych bonów BFP, równa określonej wartości procentowej subskrybowanej kwoty;
  - b) prowizja roczna od wartości bonów BFP będących w obiegu, równa określonej wartości procentowej całkowitej wartości bonów BFP będących w obiegu; prowizja ta definiowana jest jako wynagrodzenie z tytułu zarządzania księgowo-administracyjnego bonami BFP; od 2003 r. ta wartość procentowa jest inna dla bonów BFP papierowych i inna dla bonów zdematerializowanych;
  - c) w niektórych latach inne stałe kwoty, w szczególności w przypadku osiągnięcia określonych celów ilościowych lub jakościowych.
- (115) W umowach z lat 2000–2002 struktura wynagrodzenia jest dość zmienna. Ogólna struktura wynagrodzenia została ustabilizowana od 2003 r., tj. od tego momentu jest możliwe ustalenie tych samych składowych łącznego wynagrodzenia, mimo że wartości dla każdej poszczególnej składowej mogą być odmienne. Ogólnie rzecz ujmując, nie jest łatwo porównać ze sobą poszczególne lata okresu 2000–2002 oraz okres 2000–2002 z okresem 2003–2006.

<sup>(44)</sup> W trakcie dystrybucji na koniec 2007 r.

<sup>(45)</sup> W tym przypadku analiza regresji nie byłaby właściwa, ponieważ otwarte fundusze inwestycyjne są jednorodne pod względem konstrukcji umowy w porównaniu ze zmiennymi stosowanymi w analizie regresji dla obligacji bankowych.

<sup>(46)</sup> Wynagrodzenie z tytułu produkcji bonów papierowych nie jest uwzględnione w analizie na tym etapie. Wynagrodzenie z tytułu produkcji bonów papierowych, która jest bardzo specyficzną charakterystyką usług świadczonych przez PI, jest oceniane odrębnie (zob. motywy 130–132).

- (116) Celem umożliwienia porównania wynagrodzenia z tytułu dystrybucji bonów BFP z wynagrodzeniem za podobne produkty finansowe biegły przelicza system podwójnego wynagrodzenia za BFP na równoważną szacunkową łączną prowizję *upfront*, która staje się możliwa do porównania z rzeczywistą prowizją wypłacaną za obligacje bankowe i otwarte fundusze inwestycyjne. Taką łączną kwotą dla BFP można otrzymać dla każdego roku, dodając do rzeczywistej prowizji *upfront* ustalonej dla danej umowy dodatkową szacunkową prowizję *upfront*, która stanowi aktualną wartość wynagrodzenia, jakie PI przewiduje otrzymać w przyszłości za BFP subskrybowane każdego roku z tytułu rocznych prowizji stanowiących wartość procentową wszystkich bonów BFP będących w obiegu. Szacunkowa wartość takiej dodatkowej prowizji *upfront* obliczana jest z uwzględnieniem średniego okresu ważności<sup>(47)</sup> każdego rodzaju bonów BFP i przez obliczenie obowiązującej w roku subskrypcji wartości prowizji procentowych, jakie uzyska się w latach średniego okresu ważności bonów BFP<sup>(48)</sup>.
- (117) Zdaniem biegłego konieczne jest dokonanie dodatkowego założenia co do rocznych prowizji w przyszłości, by obliczyć obowiązującą w danym roku wartość, o której mowa powyżej. W tym celu można zastosować jedną z poniższych równoważnych opcji:
- hipoteza stałego wynagrodzenia rocznego opiera się na założeniu, że PI nie może przewidzieć zmienności prowizji rocznych w przyszłości i że w związku z tym obliczy dla każdego roku łączną równoważną szacunkową prowizję *upfront*, zakładając, że roczne prowizje pozostaną stałe na poziomie ustalonym umownie w umowie na dany rok,
  - druga opcja (zwana dalej „rocznym wynagrodzeniem zmiennym”) polega na obliczeniu wynagrodzenia z tytułu dystrybucji bonów BFP opartego na prowizjach rocznych ustalonych w kolejnych konwencjach na cały okres ważności produktów<sup>(49)</sup>. Przy tej opcji zakłada się, że PI może przewidzieć zmienność rocznych prowizji w przyszłości i że w związku z tym dla każdego roku może obliczyć łączną równoważną szacunkową prowizję *upfront*, zakładając, że roczne prowizje będą kształtowały się na poziomie, który faktycznie może być ustalony z dołu.
- (118) Prowizje *upfront* za BFP po przeliczeniu metodą wynagrodzenia rocznego zmiennego zdają się być ogólnie niższe od prowizji obliczonych z zastosowaniem metody stałej rocznej prowizji. Tabela 8 przedstawia tę sytuację dla bonów BFP zwykłych i terminowych:

Tabela 8

**Łączne szacunkowe prowizje *upfront* dla BFP, w %**

BFP zwykle (papierowe)		
	Wynagrodzenie roczne stałe	Wynagrodzenie roczne zmienne
2000	[...]	[...]
2001	[...]	[...]
2002	[...]	[...]
2003	[...]	[...]
2004	[...]	[...]
2005	[...]	[...]
2006	[...]	[...]

<sup>(47)</sup> Biegły używa terminów „średni okres” i „przewidywany okres” jako synonimów. W niniejszej decyzji stosuje się wyrażenie „średni okres”.

<sup>(48)</sup> Biegły posłużył się wartościami podanymi przez Włochy. W przypadku braku tych danych (dla bonów BFP indeksowanych wskaźnikiem inflacji oraz bonów BFP na 18 miesięcy) biegły dokonał rozsądnych szacunków (odpowiednio dla okresu 7 lat i 18 miesięcy). Stopa dyskontowa zastosowana do obliczenia obowiązującej w danym roku wartości prowizji rocznych jest taka sama jak w przypadku obligacji skarbowych o tym samym okresie ważności.

<sup>(49)</sup> Wskaźniki ustalone w umowie na 2006 r. obowiązują od 2006 r. również dla lat późniejszych.

BFP terminowe (papierowe)		
	Wynagrodzenie roczne stałe	Wynagrodzenie roczne zmienne
2000	[...]	[...]
2001	[...]	[...]
2002	[...]	[...]

- (119) Dla bezpieczeństwa biegły oparł większość analizy na założeniu stałego rocznego wynagrodzenia.
- (120) Przeliczone prowizje *upfront* pobierane przez PI za BFP w oparciu o powyższe założenie podane są poniżej.

Tabela 9

Przeliczone prowizje *upfront* pobierane przez PI za BFP

	2000	2001 <sup>(50)</sup>	2002	2003	2004	2005	2006
<i>BFP papierowe (wszystkie BFP przed 2003 r.)</i>							
BFP zwykłe	[...]	[...]	[...]	[...]	[...]	[...]	[...]
BFP terminowe	[...]	[...]	[...]				
BFP na 18 miesięcy						[...]	[...]
<i>BFP zdematerializowane (po 2003 r.)</i>							
BFP zwykłe				[...]	[...]	[...]	[...]
BFP indeksowane ( <i>equity linked</i> )				[...]	[...]	[...]	[...]
BFP indeksowane (wskaźnikiem inflacji)							[...]
BFP na 18 miesięcy						[...]	[...]

<sup>(50)</sup> Liczby, o których mowa powyżej, nie zawierają kwot 51,6 i 25 mln, wypłaconych odpowiednio w 2001 r. i 2002 r. za specyficzne działania, które wykraczały poza zwykłą dystrybucję bonów BFP. Niemniej biegły sprawdził ich wpływ (*sensitivity check*) i stwierdził, że ujęcie ich w obliczeniach nie zmieniłoby wniosków z badania.

**Porównanie z szacunkowym wynagrodzeniem na podstawie próbki obligacji bankowych**

- (121) Zgromadzone dane pozwalają na oszacowanie rozpiętości wynagrodzenia rynkowego z tytułu dystrybucji bonów BFP. Szacunkowe wynagrodzenie rynkowe różni się, mimo że zależy od produktu uważanego za każdym razem za odpowiedni produkt porównywalny.
- (122) W tabeli 10 podano przedziały wysokości szacunkowych łącznych prowizji *upfront* za BFP (na podstawie analizy regresji na próbce obligacji bankowych) i rzeczywistych przeliczonych prowizji otrzymywanych przez PI za BFP. Przedział rzeczywistego wynagrodzenia za BFP ustalany jest

na podstawie minimalnych i maksymalnych prowizji, jakie wypłacone zostały w latach 2000–2006. Przedział zastosowany dla dokonania porównania stanowią spodziewane<sup>(51)</sup> wartości minimalne i maksymalne prowizji za BFP otrzymane na podstawie regresji prowizji na ważnych czynnikach. W tabeli podano ponadto przedziały ustalone przez dodanie jednego lub dwóch standardowych odchyłeń od spodziewanych wartości minimalnych i maksymalnych<sup>(52)</sup>.

- (123) Odniesienie do klasycznych przedziałów (średnia + 1 odchylenie standardowe) i (średnia + 2 odchylenia standardowe) jest przydatne do oceny prawdopodobieństwa danego zdarzenia: wynik, którego odległość od wartości oczekiwanej jest mniejsza od odchylenia standardowego, charakteryzuje się dużym prawdopodobieństwem, że statystycznie będzie zbliżony do wartości oczekiwanej; w przypadku gdy zawiera się w przedziale między jednym lub dwoma odchyleniami standardowymi, prawdopodobieństwo jest niższe, ale nie anormalnie niskie; w przypadku gdy jest wyższy od dwóch odchyłeń standardowych, prawdopodobieństwo jest dość małe, a więc można mówić o zdarzeniu „rzadkim” i potencjalnie „anormalnym”<sup>(53)</sup>.

Tabela 10

**Przeliczone prowizje *upfront* i wynagrodzenie rynkowe za bony BFP szacowane na podstawie próbki obligacji bankowych, w %**

Forma bonów BFP	Papierowa	Zdematerializowana	Papierowa	Zdematerializowana	Zdematerializowana	Papierowa	Zdematerializowana
Rodzaj bonów BFP	zwykle	zwykle	terminowe	Equity linked <sup>(54)</sup>	Indeksowane wskaźnikiem inflacji	18 miesięcy	18 miesięcy
Minimalne prowizje za bony BFP 2000–2006	[...]	[...]	[...]	[...]	[...]	[...]	[...]
Maksymalne prowizje za bony BFP 2000–2006	[...]	[...]	[...]	[...]	[...]	[...]	[...]
wartość spodziewana – minimalna wartość szacunkowa	3,05	3,05	1,76	1,69	2,83	0,63	0,63
wartość spodziewana + 1 odch. stand. – minimalna wartość szacunkowa	3,40	3,40	2,11	2,51	2,14	0,88	0,92
wartość spodziewana + 2 odch. stand. – minimalna wartość szacunkowa	3,75	3,75	2,46	3,32	4,20	1,21	1,21
wartość spodziewana – maksymalna wartość szacunkowa	4,54	4,54	3,34	1,69	2,83	0,63	0,63

<sup>(51)</sup> W statystyce wartością oczekiwaną (lub nadzieją matematyczną lub średnią) danej zmiennej losowej lub przypadkowej jest suma wszystkich możliwych wartości zmiennej pomnożona przez ich prawdopodobieństwo. Dlatego też stanowi „przewidywaną” średnią wartość wyniku próby przypadkowej, gdy identyczne prawdopodobieństwa występują dwukrotnie. W tym kontekście minimalne i maksymalne oczekiwane wartości odnoszą się do dwóch regresji o lepszym wyniku, jak podano w badaniu biegłego. W szczególności niskie wartości szacunkowe odnoszą się do próbki obligacji bankowych o stałym oprocentowaniu i próbka ta pozwala na zastosowanie w analizie regresji ważnej zmiennej zysku po upływie terminu zapadalności. Wyższe wartości szacunkowe wynikają z analizy regresji opartej na próbie zawierającej wszystkie obligacje bankowe „plain vanilla”, a więc papiery wartościowe zarówno o stałym, jak i zmiennym oprocentowaniu.

<sup>(52)</sup> W probabilistyce i w statystyce odchylenie standardowe lub odchylenie średniokwadratowe jest wskaźnikiem rozproszenia zbioru wartości. Jest ono definiowane jako odchylenie wartości średniokwadratowej (RMS) wartości od ich średniej lub jako pierwiastek kwadratowy wariancji. Błędem standardowym metody mierzenia lub szacowania jest szacunkowe odchylenie średniokwadratowe błędu tej metody. W szczególności wyraża on szacunkowe odchylenie standardowe od różnicy między wartościami zmierzonymi lub szacowanymi a wartościami rzeczywistymi (źródło: Wikipedia).

<sup>(53)</sup> Porównując rzeczywisty wynik do „klasycznych przedziałów” o średniej mniej więcej jednego lub dwóch błędów standardowych zakłada się zazwyczaj, że rozkład jest symetryczny i normalny. W tym przypadku możemy powiedzieć, że prawdopodobieństwo, że wynik będzie znajdował się w przedziale „średniej o mniej więcej jednym błędzie standardowym”, wynosi 68,26 % oraz prawdopodobieństwo 95,44 %, że wynik będzie znajdował się w przedziale „średniej o mniej więcej dwóch błędach standardowych”. Niemniej jednak zasadność odniesienia do przedziału „średniej mniej więcej jednego lub dwóch błędów standardowych” nie jest ograniczona do przypadku normalnego rozkładu, więc można ogólnie stwierdzić, że przypadek mieszczący się w średnim odchyleniu standardowym (taki przedział będzie stosowany w analizie w następnym rozdziale) można uważać za „zwykły”.

Forma bonów BFP	Papierowa	Zdematerializowana	Papierowa	Zdematerializowana	Zdematerializowana	Papierowa	Zdematerializowana
Rodzaj bonów BFP	zwykłe	zwykłe	terminowe	Equity linked <sup>(54)</sup>	Indeksowane wskaźnikiem inflacji	18 miesięcy	18 miesięcy
wartość spodziewana + 1 odch. stand. – maksymalna wartość szacunkowa	5,25	5,25	4,05	2,51	3,51	0,92	0,92
wartość spodziewana + 2 odch. stand. – maksymalna wartość szacunkowa	5,96	5,96	4,76	3,32	4,20	1,21	1,21

<sup>(54)</sup> Należy zauważyć, że analiza regresji na próbie obydwu rodzajów obligacji bankowych strukturyzowanych ma mniejsze znaczenie dla wyjaśnienia w porównaniu z przypadkiem innych obligacji bankowych użytych do oszacowania wynagrodzenia z tytułu dystrybucji innych rodzajów bonów BFP. W tym względzie biegły podkreśla, że: „Wyniki symulacji są, w przypadku bonów BFP indeksowanych wskaźnikami, trudne do pogodzenia z racjami zasadniczymi z ekonomicznego punktu widzenia, tj. nie jest oczywiste, dlaczego z tytułu dystrybucji bonów BFP indeksowanych wskaźnikami miałyby być wypłacana prowizja o tyle niższa w porównaniu ze średnią uzyskaną na podstawie próbki obligacji bankowych typu *equity linked*. Uwaga ta, wraz z analizami regresji o niskiej wartości wyjaśniającej, w przypadku prowizji z tytułu indeksowanych bonów BFP wskaźnikiem, sugeruje naszym zdaniem, że w tym przypadku trzeba uznać za ważniejszy wynik zwykłego porównania wartości średnich, który lepiej wskaże na zgodność z warunkami rynkowymi”. Statystyki opisowe pokazują, że wynagrodzenie średnie za obligacje bankowe *equity indexed* wynosi 3,10 %, a za obligacje indeksowane wskaźnikiem inflacji - 2,82 %. Obydwie wartości są wyższe od maksymalnego wynagrodzenia pobieranego przez PI za bony BFP indeksowane i indeksowane wskaźnikiem inflacji.

(124) W związku z powyższym biegły sformułował następujące wnioski:

- w przypadku BFP na 18 miesięcy, BFP zwykłych zdematerializowanych i BFP indeksowanych wskaźnikiem inflacji: „zdecydowanie jednoznaczny” dowód zgodności z poziomem rynkowym;
  - w przypadku BFP indeksowanych i BFP zwykłych papierowych: dowód, którego nie można uznać za „zdecydowanie jednoznaczny”, ale który wyraźnie dąży do zgodności z poziomem rynkowym; w tym przypadku prowizje z tytułu bonów BFP są, w symulacjach opartych na regresji, niższe od wartości oczekiwanej albo mieszczące się w przedziale (wartość spodziewana + dwa odchylenia standardowe);
  - w przypadku BFP terminowych: możliwa anormalna wartość maksymalna w 2001 r.
- (125) Biegły podaje również wartości prowizji z tytułu dystrybucji bonów BFP zwykłych i BFP terminowych w przypadku uwzględnienia sztucznych zmiennych niezależnych <sup>(55)</sup> dla każdego dystrybutora tak, by uchwycić czynnik polityki cenowej każdego dystrybutora, co jest elementem nieuwzględnionym w analizie regresji, której wyniki podano w tabeli 10.

Tabela 11

**Szacunkowe wynagrodzenie za BFP dla dystrybutorów**

	Obligacje bankowe <i>plain vanilla</i>	Obligacje bankowe o stałym oprocentowaniu Bonds
	A: BFP zwykłe	
UBM	3,60 %	3,23 %
PopVicenza	3,06 %	2,65 %
Antonveneta	2,95 %	2,98 %
Carige	2,62 %	2,53 %

<sup>(55)</sup> W analizie regresji sztuczna zmienna *dummy* (zwana również zmienną dwójkową lub po prostu *dummy*) jest zmienną, która może przyjąć tylko dwie wartości: 1 lub 0 i wskazuje obecność lub brak ewentualnych skutków, które mogłyby wpłynąć na wynik. Stosowanie zmiennych *dummy* zwiększa na ogół współczynnik determinacji (*model fit*), ale kosztem utraty stopnia swobody i ograniczenia ogólności modelu. Zbyt wiele zmiennych *dummy* determinuje model, który uniemożliwia sformułowanie wniosków ogólnych (źródło: Wikipedia).

	Obligacje bankowe <i>plain vanilla</i>	Obligacje bankowe o stałym oprocentowaniu Bonds
	A: BFP zwykłe	
IntesaSanPaolo	2,25 %	2,73 %
SanPaoloIMI	1,44 %	2,45 %
	B: BFP o stałym oprocentowaniu	
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 %

#### **Porównanie prowizji otwartych funduszy inwestycyjnych**

- (126) Łączne przeliczone prowizje *upfront* wypłacane PI z tytułu dystrybucji bonów BFP (punktowa wartość szacunkowa) i walutowych funduszy inwestycyjnych podano w tabeli 12.

Tabela 12

#### **Przeliczone prowizje *upfront* i roczne wynagrodzenia rynkowe z tytułu bonów BFP oszacowane na podstawie próbkki otwartych funduszy**

BFP zwykłe			
	BFP	Otwarte fundusze inwestycyjne walutowe	
Rok		Średnia	Średnia + 1 odchylenie standardowe
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 terminowe			
	BFP	Otwarte fundusze inwestycyjne walutowe	
Rok		Średnia	Średnia + 1 odchylenie standardowe
2000	[...]	1,15 %	3,08 %
2001	[...]	1,15 %	2,80 %
2002	[...]	1,65 %	3,30 %



- (127) Stosując wartości bezwzględne dla wyrażenia rocznego stałego wynagrodzenia, biegły obliczył kwoty wynagrodzenia rocznego z tytułu dystrybucji bonów BFP odpowiadające wynagrodzeniu, jakie zostałyby wypłacone przedsiębiorstwu PI, gdyby otrzymywało ono rekompensatę według średnich stawek dla porównywalnych dystrybutorów otwartych funduszy inwestycyjnych. Roczne bezwzględne kwoty wynagrodzenia z tytułu BFP i wynagrodzenia, jakie byłoby wypłacone na tych samych warunkach, jak dla otwartych funduszy inwestycyjnych, podano w tabeli 13.

Tabela 13

**Wynagrodzenia rzeczywiste i szacunkowe z tytułu bonów BFP w wartościach bezwzględnych**

	BFP	Otwarte fundusze inwestycyjne walutowe	
		Średnia	Średnia + 1 odchylenie standardowe
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
Łącznie 2000-2006	3 157	3 364	5 207

- (128) Biegły stwierdza w podsumowaniu, że:

- a) w pierwszej metodzie (tabela 12) wysokość prowizji za bony BFP prawie zawsze zawiera się w przedziale między wartością oczekiwaną a wartością równą wartości oczekiwanej plus odchylenie standardowe, gdy wysokość ta szacowana jest na podstawie prowizji za otwarte fundusze inwestycyjne walutowe i prawie zawsze niższa od wartości oczekiwanej szacowanej na podstawie rządowych funduszy obligacyjnych w euro;
- b) w drugiej metodzie (tabela 13) łączne rzeczywiste wynagrodzenie pobrane przez PI jest zawsze niższe od wynagrodzenia, jakie uzyskano by, gdyby zastosowano warunki średnie rządowych funduszy obligacyjnych w euro. Łączna kwota rzeczywistego wynagrodzenia jest ponadto niższa od kwoty, jaką można by uzyskać, stosując średnie warunki otwartych funduszy inwestycyjnych walutowych w okresie 2003–2006. W latach 2000–2003 nie jest niższe od średniej na podstawie warunków otwartych funduszy inwestycyjnych walutowych, ale niższe od wynagrodzenia odpowiadającego wartości oczekiwanej plus odchylenie standardowe;
- c) ostateczną hipotezę zgodności z warunkami rynkowymi uzyskaną na podstawie prób porównawczych prowizji za otwarte fundusze można uznać za „absolutnie jednoznaczną”.

**Prowizje specjalne za produkcję bonów papierowych BFP**

- (129) Łączne wynagrodzenie wypłacone przez CDP dla PI wyniosło 15 mln EUR w 2003 r., 16 mln EUR w 2004 r. i 18 mln EUR w 2005 r. i 2006 r. (zob. tabela 4).

- (130) Wynagrodzenie za produkcję bonów papierowych BFP nie jest przedmiotem poprzednich analiz zgodności z warunkami rynkowymi prowizji wypłaconych dla PI z tytułu dystrybucji bonów BFP. Wybór ten wynika z faktu, że biegły uznaje za rozsądne nieuwzględnianie takiej składowej w obliczaniu dodatkowej prowizji *upfront*, ponieważ odnosi się do bardzo specyficznej cechy bonów BFP, której nie można stwierdzić w porównywalnych produktach finansowych w latach 2000–2006. Jak już zaobserwowano, Włochy porównują wynagrodzenie, jakie PI otrzymuje za produkcję papierowych bonów BFP, z rekompensatą wymaganą przez otwarte fundusze za emisję certyfikatów papierowych. Włochy zauważają, że rekompensata ta wynosi od 10 do 20 EUR za certyfikat, i podkreślają, że wynagrodzenie przyznane przez CDP dla PI wynosi 1,70 za jeden papierowy BFP, i podsumowują, że taka kwota zdaje się nie być wygórowana. Biegły potwierdza, że kwoty, jakie otwarte fundusze płacą za produkcję certyfikatów papierowych, odpowiadają poziomowi opisanemu przez Włochy.
- (131) W związku z powyższym można uznać, że rekompensata wypłacana przez CDP dla PI z tytułu produkcji bonów papierowych jest zgodna z rynkiem.

#### **Wniosek biegłego**

- (132) Ogólny wniosek, do jakiego dochodzi biegły w swoim sprawozdaniu, jest taki, że wynagrodzenie wypłacone dla PI z tytułu dystrybucji bonów BFP w latach 2000–2006 jest zgodne z warunkami rynkowymi.

### **VIII. OCENA ŚRODKA**

- (133) Celem ustalenia, czy dany środek stanowi pomoc państwa w rozumieniu art. 87 ust. 1 Traktatu Komisja musi przede wszystkim ustalić, czy pomoc:
- jest przyznana przez państwo lub przy użyciu zasobów państwowych,
  - stanowi korzyść gospodarczą,
  - grozi zakłóceniem konkurencji poprzez sprzyjanie niektórym przedsiębiorstwom lub produkcji niektórych towarów,
  - wpływa na wymianę handlową między państwami członkowskimi.

#### **VIII.1. Kontekst oceny**

- (134) W analizowanym przypadku w celu uzyskania odpowiednich wniosków Komisja będzie musiała ograniczyć się do oceny, czy przedmiotowa pomoc stanowiła korzyść dla PI.
- (135) Na mocy dekretu z dnia 6 października 2004 r. gromadzenie oszczędności pocztowych stało się usługą w ogólnym interesie gospodarczym<sup>(56)</sup>. W związku z tym, począwszy od 2004 r., ramy oceny stanowi wyrok w sprawie *Altmark*<sup>(57)</sup>.
- (136) W tym względzie Komisja stwierdziła już w decyzji o wszczęciu postępowania, że przedsiębiorstwo PI, będące beneficjentem pomocy, musi przyjąć obowiązek świadczenia usługi publicznej i że taki obowiązek określony jest w jasny sposób. Parametry, na podstawie których obliczana jest rekompensata, zostały ustalone uprzednio w sposób obiektywny i przejrzysty, w szczególności za pomocą umów zawartych między CDP a PI. Należało jeszcze sprawdzić, czy wysokość rekompensaty nie przekracza nadmiernie poziomu potrzebnego do pokrycia w całości lub części kosztów, jakie pociąga za sobą świadczenie usługi publicznej, uwzględniając odpowiednie zyski, a także rozsądną marżę zysku; ponadto, ponieważ brakowało procedury publicznej, należało ustalić poziom koniecznej rekompensaty na podstawie analizy kosztów, jakie średnie przedsiębiorstwo, zarządzane w sposób

<sup>(56)</sup> Niemniej jednak Komisja nie twierdzi, że kolejne umowy zawarte między CDP a PI oznaczają powierzenie świadczenia usługi w ogólnym interesie gospodarczym.

<sup>(57)</sup> Wyrok w sprawie C-280/00 *Altmark Trans GmbH i Regierungspräsidium Magdeburg przeciwko Nahverkehrsgesellschaft Altmark GmbH*, Rec. 2003, s. I-07747, i sprawy połączone C-34/01 do C-38/01 *Enirisorse SpA przeciwko Ministerstwo Finansów*, Rec. 2003, s. I-14243.

- skuteczny i posiadające odpowiednie środki musiałyby otrzymać, by wypełnić takie obowiązki, uwzględniając odpowiednie zyski, a także rozsądną marżę zysku dla wypełnienia przedmiotowych zobowiązań.
- (137) Gdyby wynagrodzenie wypłacone przez CDP było zgodne z warunkami rynkowymi, oznaczałoby odpowiednie oszacowanie poziomu kosztów, jakie średnie przedsiębiorstwo, zarządzane w sposób skuteczny, musiałyby ponieść, by wypełnić przedmiotowe zobowiązania, uwzględniając odpowiednie zyski, a także rozsądną marżę zysku za ich wypełnianie. Takie wynagrodzenie spełniałoby więc cztery kryteria wymienione w wyroku *Altmark* i nie stanowiłoby pomocy<sup>(58)</sup>. Wreszcie, gdyby przed przekazaniem PI i CDP obowiązkowi świadczenia usługi w ogólnym interesie gospodarczym roczne wynagrodzenie wypłacane dla PI z tytułu książeczek pocztowych było zgodne z warunkami rynkowymi, oczywiście jest, że PI nie odniosłoby żadnej korzyści i takie wynagrodzenie nie stanowiłoby pomocy państwa.
- (138) Celem przeanalizowania zgodności z warunkami rynkowymi wynagrodzenia wypłacanego przez CDP Komisja powtarza główne etapy metody (którą dostosowuje do własnych potrzeb w decyzji o wszczęciu postępowania) zastosowane w analizie porównawczej, po której przeprowadzono dwa kolejne badania:
- w pierwszej kolejności należy określić produkty porównywalne z poszczególnymi rodzajami bonów BFP (rozdział VIII.2); w tym celu niezmiernie ważne jest określenie zasadniczych czynników mających wpływ na poziom prowizji z tytułu dystrybucji i odpowiednio je uwzględnić;
  - w drugiej kolejności należy określić rynkowy poziom wynagrodzenia wypłacanego przez podmioty rynkowe z tytułu dystrybucji produktów porównywalnych i porównać jest z poziomem wynagrodzenia wypłacanego przez CDP (rozdział VIII.3).

## VIII.2. Określenie produktów podobnych

### VIII.2.1. Potwierdzenie badania biegłego

- (139) Trzy badania różnią się od siebie zasadniczo pod względem określenia produktów podobnych i czynników, które mają wpływ na poziom wynagrodzenia i na wybór produktów porównywalnych. W poniższej tabeli przedstawiono produkty podobne określone w trzech badaniach:

Tabela 14

#### Produkty podobne według trzech badań

Produkt	Analiza porównawcza	Badanie ABI	Badanie biegłego
BFP zwykłe	Korporacyjne obligacje strukturyzowane o ocenie równej lub wyższej od BBB wg S&P lub Baa2 wg Moody's	BTP o takim samym okresie ważności	Obligacje bankowe <i>plain vanilla</i> (o stałym i zmiennym oprocentowaniu)
BFP terminowe	Korporacyjne obligacje strukturyzowane o ocenie równej lub wyższej od BBB wg S&P lub Baa2 wg Moody's	BOT, CTZ i BTP w zależności od pozostałego okresu wykupu BFP	Obligacje bankowe <i>plain vanilla</i>
BFP indeksowane (indeksowane wskaźnikiem inflacji i <i>equity linked</i> )	Korporacyjne obligacje strukturyzowane o ocenie równej lub wyższej od BBB wg S&P lub Baa2 wg Moody's	W przypadku BFP indeksowanych wskaźnikiem inflacji: BTP-EUR indeksowane; w przypadku BFP <i>equity linked</i> : obligacje indeksowane wskaźnikami finansowymi o ocenie równej lub wyższej od A + wg S&P lub Aa2 wg Moody's	Obligacje bankowe indeksowane ( <i>equity linked</i> lub indeksowane wskaźnikiem inflacji w zależności od przypadku)

<sup>(58)</sup> Zob. również decyzja o wszczęciu postępowania z dnia 22 listopada 2006 r., pkt 88.

Produkt	Analiza porównawcza	Badanie ABI	Badanie biegłego
BFP na 18 miesięcy	Korporacyjne obligacje strukturyzowane o ocenie równej lub wyższej od A- wg S&P lub A3 wg Moody's.	Państwowe papiery wartościowe krótkoterminowe (BOT i CTZ)	Certyfikaty depozytowe (CD) <sup>(59)</sup> z odpowiednimi elementami obligacji bankowych o stałym oprocentowaniu i krótszym terminie i otwarte walutowe fundusze inwestycyjne
Uwagi dot. innych produktów podobnych	Włochy twierdzą, że BFP są produktami porównywalnymi z otwartymi rządowymi funduszami inwestycyjnymi w euro	ABI początkowo twierdził, że BFP są porównywalne z otwartymi rządowymi funduszami inwestycyjnymi w euro. Badanie ABI pomija jednak wykazanie tego podobieństwa.	Dobrym punktem wyjścia do określenia rynkowego poziomu wynagrodzenia z tytułu dystrybucji bonów BFP (z wyjątkiem bonów BFP indeksowanych) mogłoby być badanie wynagrodzenia z tytułu bardziej zbliżonych rodzajów otwartych funduszy inwestycyjnych, w szczególności funduszy walutowych.

<sup>(59)</sup> Brak danych publicznych w tym zakresie (ponieważ emitenci nie są zobowiązani do upublicznienia prowizji z tytułu dystrybucji certyfikatów depozytowych) – badanie biegłego nie odnosi się szerzej do tego rodzaju produktu podobnego.

- (140) Zdaniem Komisji metoda stosowana przez biegłego (zob. w szczególności tabela 7) i wyniki badania są całkowicie odpowiednie. W szczególności produkty określone jako podobne odpowiadają zapytaniom obydwu stron, władz włoskich i ABI, jak zostanie wykazane poniżej. Wszystkie czynniki ważne dla określenia najważniejszych cech odnośnych produktów finansowych są ocenione i poddane dokładnemu osądowi. Badanie biegłego wskazuje ponadto bardzo znaczący czynnik, który ma wpływ na prowizje z tytułu dystrybucji i którego obydwie strony – władze włoskie i ABI – nie uwzględniły: sieć dystrybucji. W tym względzie biegły zwraca uwagę na fakt, że w rzeczywistości – przynajmniej we Włoszech – można zaoferować w przypadku dystrybucji skierowanej do inwestorów detalicznych zysk niższy za ten sam profil ryzyka w porównaniu z zyskiem z tytułu analogicznej dystrybucji skierowanej do inwestorów instytucjonalnych. W takim przypadku większe zyski z dystrybucji w sieci detalicznej w porównaniu z prowizjami pobieranymi przez operatorów dystrybucji instytucjonalnej można porównać z formą podziału wygenerowanych zysków <sup>(60)</sup>.
- (141) Choć niemożliwe jest określenie produktów doskonale podobnych do bonów BFP, badanie biegłego umożliwia ustalenie szacowanego wynagrodzenia rynkowego z tytułu produktów o cechach analogicznych do bonów BFP (na przykład za pomocą analizy regresji).

#### VIII.2.2. Opinia Komisji odnośnie do argumentów przedstawionych przez Włochy

- (142) Włochy i autorzy analizy porównawczej wielokrotnie stwierdzali, że domyślna opcja *put* w bonach BFP powoduje, że papiery te są bardziej złożone od „*plain vanilla*” i że można je uznać za „strukturyzowane”.
- (143) Komisja twierdzi, że niektóre instrumenty, jak np. obligacje „*plain vanilla*” i otwarte fundusze akcyjne, mają strukturę i zyski stosunkowo proste, a inne charakteryzują się strukturą i zyskami bardziej złożonymi, uzależnionymi od działań, jakie się z nimi wiążą, i od całego szeregu okoliczności (na przykład obligacje strukturyzowane i obligacje ze składową pochodną od typu opcji). Wyjaśnienie, a przede wszystkim sprzedanie inwestorom detalicznym produktu o złożonej strukturze jest zadaniem wymagającym wysiłku od sieci detalicznych, które muszą zainwestować w szkolenie personelu i przeznaczyć zasoby i cenny czas na proces dystrybucji.

<sup>(60)</sup> W tym kontekście Komisja podkreśla powszechne wśród specjalistów finansowych twierdzenie, że z powodu nieskuteczności rynku prowizje z tytułu dystrybucji różnią się w zależności od tego, czy jest to poziom instytucjonalny czy detaliczny. Różnica w prowizjach, przy aktualnych warunkach rynkowych, przynosi korzyści pośrednikom finansowym, a nie emitentom (zob. *The path to bond market efficiency: how increased retail distribution can lower borrowing costs*, Hayes, Roger G., „Government Finance Review”, 1.6.2003).

- (144) Ponadto nie istnieje oficjalny, prawnie skuteczny, opublikowany przez organ legislacyjny dokument, który określałby dokładną definicję obligacji „plain vanilla” lub „strukturyzowanej”<sup>(61)</sup>. Ponadto jeśli chcielibyśmy przyjąć szerszą definicję obligacji „strukturyzowanej”, wiele produktów finansowych znalazłoby się między kategorią produktów *plain vanilla* a strukturyzowanych *sensu stricte*. W tym względzie biegły zauważa, że obligacja z opcją wcześniejszej spłaty typu BFP nie jest porównywalna do typowej obligacji strukturyzowanej. W rzeczywistości struktura zysku z bonów BFP jest prosta i drobni inwestorzy włoscy już od kilkadziesiąt lat znają doskonale znaczenie opcji wcześniejszej spłaty z prawem do zwrotu wpłaconego kapitału i naliczonych odsetek, dlatego też nie jest konieczne włożenie szczególnego wysiłku przez dystrybutora w objaśnianie inwestorowi cech produktu.
- (145) W związku z powyższym biegły przychylił się do definicji, według której za „strukturyzowane” uznaje się obligacje, z których zysk związany jest z sytuacją pewnych parametrów, zgodnie z odpowiednim mechanizmem przewidzianym w regulaminie emisyjnym.
- (146) Komisja zgadza się więc z biegłym, że nie wystarczy obecność opcji *put* w bonach BFP, aby te papiery wartościowe były porównywalne do obligacji „strukturyzowanych”, rozumianych jako takie zgodnie z powszechnie przyjętą definicją.
- (147) Podsumowując należy stwierdzić, że zaproponowane przez Włochy porównanie bonów BFP i instrumentów strukturyzowanych nie jest właściwe<sup>(62)</sup>, z wyjątkiem bonów BFP indeksowanych.

#### VIII.2.3. Opinia Komisji odnośnie do argumentów przedstawionych przez ABI

- (148) ABI wielokrotnie proponował porównanie z państwowymi papierami wartościowymi krótko- i długoterminowymi. Takie porównanie nie zdaje się jednak być odpowiednie, ponieważ produkty skarbowe są dystrybuowane głównie wśród inwestorów instytucjonalnych, natomiast dystrybucja obligacji bankowych i bonów BFP odbywa się w procesie typowym dla detalicznego segmentu rynku. Ponadto prowizja z tytułu dystrybucji papierów wartościowych pobierana przez banki od inwestorów detalicznych nie jest ceną rynkową wynikającą z interakcji między podażą a popytem na usługi dystrybucji detalicznej, ale jest ustalana jednostronnie przez opublikowanie rozporządzenia państwowego mającego moc ustawy. Dlatego też prowizja ta nie może stanowić rynkowego poziomu wynagrodzenia za usługi dystrybucji na rynku włoskim<sup>(63)</sup>.
- (149) Komisja twierdzi, że produkty porównywalne określone przez biegłego rozwiewają wątpliwości ABI, ponieważ (i) obligacje bankowe są emitowane przez spółki finansowe, są więc produktami podobnymi bardziej odpowiadającymi bonom BFP emitowanym przez CDP; (ii) przy takiej samej ocenie ratingowej państwowe papiery wartościowe i obligacje bankowe mają ten sam profil ryzyka; (iii) nie bankowe obligacje strukturyzowane, ale „plain vanilla” są uznawane za porównywalne z BFP zwykłymi i terminowymi.

#### VIII.2.4. Wniosek

- (150) W związku z powyższym Komisja uważa, że dla celów niniejszej decyzji właściwe są produkty podobne określone przez biegłego, tj. w pierwszej kolejności obligacje bankowe, a następnie otwarte fundusze inwestycyjne o analogicznych cechach.

<sup>(61)</sup> Według ogólnie dostępnego w Internecie słownika finansowego (InvestorWords.com) pojęcie „structured note” oznacza „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”. OECD stosuje następującą definicję: „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 derivative”.

<sup>(62)</sup> Nota narodowego banku włoskiego (Banca d'Italia) w sprawie definicji strukturyzowanych papierów wartościowych nie zmienia tego stanowiska. Komisja uważa, że problem nie jest rodzaju terminologicznego, tj. nie dotyczy znalezienia odpowiedniego przymiotnika dla danego rzeczownika, ale merytorycznego, ponieważ chodzi o określenie produktu doskonale porównywalnego z jednym ze specyficznych produktów finansowych. Nawet jeśli zgodzimy się, że bony BFP zwykle są obligacjami strukturyzowanymi, konieczne by było jednak porównanie ich z obligacjami strukturyzowanymi o podobnych cechach charakterystycznych, tj. takich, które zawierają opcję *put* typu amerykańskiego dla inwestora i nic więcej.

<sup>(63)</sup> Również przy założeniu, że obligacje skarbowe stanowią, na równi z obligacjami bankowymi, produkty najbardziej porównywalne z bonami BFP, zdaniem biegłego nie zmieniłaby się empiryczna ocena rynkowego poziomu wynagrodzenia z tytułu dystrybucji bonów BFP. Komisja zgadza się z biegłym.

### VIII.3. Szacunkowe wynagrodzenia rynkowe za bony BFP

#### VIII.3.1. Metoda oceny wynagrodzenia rynkowego

##### a) BFP

(151) Komisja uważa, że metoda i obliczenia zastosowane przez biegłego w odniesieniu do prowizji *upfront* równoważnych dla bonów BFP są adekwatne. W szczególności:

- podział wynagrodzenia w zależności od rodzaju bonów (roczne, *upfront*, inne) jest prawidłowy,
- przewidywane okresy, obliczone wartości aktualne i stopy dyskontowe dla wszystkich produktów wskazane przez biegłego opierają się na rozsądnych założeniach.

(152) W związku z tym prowizje *upfront* ustalone przez biegłego są poprawne.

##### b) Produkty porównywalne

(153) Komisja uwzględniła ograniczoną dostępność danych i zgadza się z biegłym w twierdzeniu, popartym literaturą ekonomiczną i badaniami rynku, że nie istnieją produkty finansowe doskonale porównywalne z bonami BFP, zważywszy na wszystkie ważne czynniki. Komisja twierdzi, że duża liczba danych zebranych i wykorzystanych przez biegłego jest odpowiednia pod względem jakościowym i ilościowym<sup>(64)</sup> dla celów niniejszej decyzji.

(154) Komisja podziela opinię, że wniosek dotyczący całego okresu 2000–2006 jest ważny, ponieważ z ankiet przeprowadzonych przez biegłego wynika, że wartość prowizji z tytułu dystrybucji nie zmieniła się zasadniczo od 2000 r. (niektóre odpowiedzi wręcz wskazywały na obniżenie wartości). Ponadto negocjacje między stronami doprowadziły do warunków wynagrodzenia zdecydowanie zmiennych na przestrzeni lat (na przykład zmniejszyła się wartość procentowa i wartość ogólna rocznej prowizji za zarządzanie). Komisja uważa, że wynagrodzenie winno być negocjowane z uwzględnieniem wieloletniej perspektywy. Dlatego też przeprowadzenie rozmowy na podstawie okresu wieloletniego jest istotne.

(155) Komisja zgadza się ponadto z biegłym, że wobec struktury wynagrodzenia odmiennej dla bonów BFP i dla wszystkich porównywalnych produktów finansowych, konieczne jest, by wartość procentowa wynagrodzenia z tytułu dystrybucji różnych produktów była wyrażona w jednorodny sposób. W tym względzie, choć do obligacji bankowych mają zastosowanie tylko prowizje z tytułu dystrybucji, Komisja uważa za prawidłowe wliczenie równoważnych prowizji *upfront* w przypadku otwartych funduszy inwestycyjnych.

(156) Komisja uważa również, że analiza regresji oparta na próbie obligacji bankowych stanowi, w ogólnym ujęciu, najlepszą metodę ustalenia wynagrodzenia rynkowego z tytułu dystrybucji bonów BFP. Komisja podziela również zdanie biegłego, że statystyki opisowe dla otwartych funduszy inwestycyjnych, które zarówno ABI, jak i Włochy uważają za produkty porównywalne, mogą służyć do wyciągnięcia przydatnych wniosków. W związku z tym Komisja może zaakceptować średnie/wartości oczekiwane obliczone przez biegłego.

<sup>(64)</sup> Biegły zgromadził znaczną liczbę prospektów informacyjnych obligacji bankowych notowanych na rynku TLX, drugim po giełdzie włoskiej (Borsa Italiana) włoskim regulowanym rynkiem papierów wartościowych zarządzanym przez TSX S.p.A. Następnie szukał informacji na stronach internetowych największych włoskich banków: 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 oraz stronie internetowej Poste Italiane. Do bazy danych wprowadził wszystkie emisje obligacji dominowanych w euro, w prospektach, których ujęte były prowizje z tytułu dystrybucji. Zestaw danych składa się z 511 emisji obligacji dystrybuowanych na rynku włoskim. Zważywszy, że obowiązek ujawniania prowizji z tytułu dystrybucji został wprowadzony niedawno (na mocy tzw. „dyrektywy w sprawie prospektów”, przetransponowanej w marcu 2006 r. i obowiązującej od listopada 2006 r.), baza danych zawiera głównie obligacje wyemitowane po 2006 r. Biegły był jednak w stanie określić prowizje z tytułu dystrybucji dla 162 obligacji bankowych wyemitowanych przed 2006 r. Łącznie zestaw danych obejmuje emisje 42 emitentów dystrybuowane za pośrednictwem 28 sieci bankowych. Biegły przeprowadził również liczne wywiady w terenie, mające na celu zgromadzenie wiedzy odnośnie do czynników istotnych dla określenia prowizji z tytułu dystrybucji.

- (157) Niemniej pojawiła się różnica techniczna między Komisją a biegłym w odniesieniu do zakresów (błąd standardowy/odchylenie standardowe) mających zastosowanie do wartości oczekiwanych w celu sprawdzenia, czy wynagrodzenie jest zgodne z poziomem rynkowym. Komisja nie uważa za konieczne pogłębienie tej kwestii, zważywszy na fakt, że przedziały nie są konieczne dla celów oceny.

#### VIII.3.2. Analiza zgodności z rynkiem

- (158) Analiza wymaga oceny zgodności z rynkiem następujących produktów w odpowiednich okresach.

Tabela 15

#### Okres subskrypcji dla poszczególnych rodzajów bonów BFP

Rodzaj BFP	Forma zdematerializowana	Forma papierowa
BFP zwykłe	2003–2006	2000–2006
BFP terminowe	subskrypcja niemożliwa	2000–2002
BFP na 18 miesięcy	2005–2006	2005–2006
BFP indeksowane: equity linked	2003–2006	subskrypcja niemożliwa
BFP indeksowane wskaźnikiem inflacji	2006	subskrypcja niemożliwa

#### a) BFP zdematerializowane

- (159) W odniesieniu do bonów BFP zdematerializowanych z porównania wartości w tabelach 9 i 10 wynikają następujące wnioski:

- BFP zwykłe: w okresie odniesienia równowartość prowizji *upfront* za bony BFP wynosi 2,64 %, natomiast minimalna wartość szacunkowa wynosi 3,05 %. Wynagrodzenie jest więc zgodne z rynkiem.
- BFP na 18 miesięcy: w okresie odniesienia równowartość prowizji *upfront* za bony BFP wynosi 0,65 %, natomiast wartość oczekiwana 0,63 %. W ten sposób wynagrodzenie za bony BFP jest zbliżone do wartości oczekiwanej, z czego Komisja może rozsądnie wywnioskować jedynie zgodność z rynkiem <sup>(65)</sup>. Ponadto Komisja uważa, podobnie jak biegły, że najbardziej podobnym produktem bankowym jest certyfikat depozytowy. Mimo niewielkiej próbki certyfikatów depozytowych – papierów wartościowych, dla których nie ma zastosowania prowizja *upfront* i są wypłacane prowizje roczne w wysokości 0,60 % – Komisja uważa, że dla celów niniejszej decyzji można oszacować prowizję z tytułu dystrybucji. Jeśli obliczymy wartość aktualną w 2005 r. i 2006 r. prowizji rocznej w wysokości 0,60 % dla papieru wartościowego na 18 miesięcy <sup>(66)</sup>, otrzymamy równoważną prowizję *upfront* w wysokości 0,863 %, która jest wyższa od szacowanej wartości prowizji *upfront* dla bonów BFP na 18 miesięcy. Wynagrodzenie jest więc zgodne z rynkiem <sup>(67)</sup>.
- BFP indeksowane: w okresie odniesienia równowartość prowizji *upfront* za bony BFP wynosi 2,64 %. Niemniej jednak ze względu na niewielkie znaczenie wyjaśniające analizy regresji na próbce strukturyzowanych obligacji bankowych (zob. pkt 55) oraz z uwagi na fakt, że otwarte fundusze inwestycyjne nie są odpowiednim produktem porównywalnym z bonami BFP indeksowanymi, Komisja podziela wnioski z badania biegłego, że należy oprzeć się na wynikach statystyk opisowych. Wynika z nich, że:

<sup>(65)</sup> Dodatkowo nawet przy założeniu, że odchylenie standardowe obliczone przez biegłego nie jest właściwe, to jest bardzo prawdopodobne, że prawidłowa szacunkowa wartość rynkowa + 1 błąd standardowy jest wyższa od wynagrodzenia wypłacanego dla PI.

<sup>(66)</sup> Zakładając wypłatę co pół roku prowizji w wysokości 0,30 %.

<sup>(67)</sup> Zgodne z rynkiem jest wynagrodzenie zawierające prowizję *upfront* w maksymalnej wysokości około 0,7 %.

- (i) wynagrodzenie za BFP indeksowane wskaźnikiem inflacji tylko w roku odniesienia (2006) jest niższe od średniego wynagrodzenia za obligacje bankowe indeksowane wskaźnikiem inflacji (2,82 % na 42 badania);
- (ii) wynagrodzenie za BFP indeksowane w okresie odniesienia (2003–2006) jest niższe od średniego wynagrodzenia za indeksowane obligacje bankowe (3,10 % na 109 badań).

W związku z tym wynagrodzenie jest zgodne z rynkiem.

b) BFP papierowe na 18 miesięcy

- (160) Wynagrodzenie za bony BFP papierowe na 18 miesięcy jest na tym samym poziomie co dla bonów zdematerializowanych (nie przewiduje się żadnej rocznej prowizji za zarządzanie dla tego rodzaju BFP). Również w przypadku tych bonów ważny jest wniosek zgodności z rynkiem.

c) BFP zwykłe i BFP terminowe papierowe

- (161) Pozostaje tylko upewnić się, czy wynagrodzenie wypłacone za bony BFP zwykłe papierowe w okresie 2000–2006 i za bony BFP terminowe papierowe w okresie 2000–2002 jest zgodne z rynkiem.
- (162) Komisja podkreśla, że biegły porównuje bony BFP papierowe również z porównywalnymi produktami zdematerializowanymi, ponieważ nie mógł określić spośród produktów będących w obiegu odpowiednich produktów porównywalnych mających formę papierową.
- (163) Komisja uważa, że specyficzna działalność prowadzona przez PI w przypadku bonów papierowych różni się od zwykłej produkcji certyfikatów papierowych, od których potrąca się specjalną prowizję (zob. motywy 129–131).
- (164) Zasadniczą sprawą jest podkreślenie tutaj, że różnica między łącznymi prowizjami za bony BFP papierowe i zdematerializowane wynika tylko z tej części prowizji, która dotyczy zarządzania<sup>(68)</sup>.
- (165) PI prowadzi specyficzną działalność polegającą na zarządzaniu bonami papierowymi BFP będącymi w obiegu. Możliwe jest bowiem „nabycie” BFP papierowych zwykłych w jakimkolwiek urzędzie pocztowym we Włoszech i w dowolnym momencie: każda osoba może w dowolnym urzędzie pocztowym, okazując dowód tożsamości, wpłacić w gotówce kwotę, którą zamierza zainwestować w BFP. Do tego celu nie jest potrzebne posiadanie pocztowego rachunku bieżącego, ponieważ papierowe bony BFP można kupić za gotówkę. Pracownik prosi zainteresowaną osobę o wypełnienie kilku formularzy, wpisuje nazwisko kupującego do certyfikatu i wydaje bony fizycznie. To samo dzieje się w momencie wypłaty bonów BFP papierowych. Zarządzanie tymi procesami zakłada wysiłek organizacyjny, którego nie wymaga się w przypadku bonów BFP zdematerializowanych i obligacji bankowych, lub też jest on mniej kosztowny.
- (166) Dlatego też, ponieważ większe wynagrodzenie za roczną wielkość papierowych bonów BFP zdaje się być uzasadnione specyficznymi czynnościami wykonywanymi przez PI w przypadku bonów papierowych, porównanie łącznych szacunkowych prowizji *upfront* za papierowe bony BFP zwykłe i obligacje bankowe wypadłoby nieuchronnie na niekorzyść PI i trzeba by było oprzeć wniosek o zgodności z warunkami rynkowymi wynagrodzenia z tytułu dystrybucji bonów BFP głównie na danych dotyczących bonów BFP zdematerializowanych.

<sup>(68)</sup> W ramach prowizji część dotycząca subskrypcji jest taka sama zarówno w przypadku bonów BFP papierowych, jak i BFP zdematerializowanych.



- (167) Komisja zgadza się z biegłym, że PI wykonuje specyficzne czynności w związku z papierowymi bonami BFP, których zakres wykracza poza materialną produkcję bonów papierowych<sup>(69)</sup>. Taka dodatkowa działalność uzasadnia wyższą roczną prowizję. Średnio w okresie odniesienia wynagrodzenie roczne wypłacane dla PI za dodatkowe specyficzne czynności związane z zarządzaniem bonami papierowymi wynosi około 0,14 % wartości papierowych bonów BFP (zob. tabela 4)<sup>(70)</sup>. Chociaż niemożliwe jest dokładne obliczenie kosztów ponoszonych z tytułu zarządzania bonami papierowymi, Komisja uważa, że wyższe wynagrodzenie, o którym mowa powyżej, nie jest nadmierne, jeśli uwzględnić pracę i wysiłek organizacyjny, jakiego wymaga zarządzanie bonami papierowymi (jak wykazano w motywie 166). W 2006 r. prowizje z tytułu zarządzania wypłacone dla PI wynosiły tylko 7 126 EUR na każdy urząd pocztowy. W latach 2000–2001, gdy strony wynegocjowały specjalne cele jakościowe<sup>(71)</sup>, prowizje z tytułu zarządzania wypłacone dla PI wynosiły odpowiednio od 18 064 do 14 231 EUR na każdy urząd pocztowy<sup>(72)</sup>. Komisja uważa, że ten rząd wielkości prowizji jest proporcjonalny do czynności związanych z zarządzaniem bonami papierowymi oraz zgodny z warunkami rynkowymi. Komisja podkreśla ponadto że trend tych wynagrodzeń rocznych jest malejący oraz że liczba bonów papierowych będzie się zmniejszać z czasem.
- (168) W odniesieniu do BFP terminowych – które nie istniały w formie zdematerializowanej – Komisja obliczyła prowizje wypłacone dla PI, wyłączając wynagrodzenie za czynności związane z zarządzaniem. Dana otrzymana dla okresu 2000–2002 (średnio 1,72 % zgodnie z ostrożnym podejściem<sup>(73)</sup>) jest niższa zarówno od minimalnej oczekiwanej wartości wynagrodzenia (1,76 % – zob. tabela 10), jak i od poszczególnych szacunkowych wynagrodzeń za bony BFP terminowe, uwzględniając polityki cenowe poszczególnych dystrybutorów (zob. tabela 11, B). Dlatego też Komisja może stwierdzić, że wynagrodzenie z tytułu papierowych bonów BFP terminowych było zgodne z zasadami rynku.
- (169) Powyższe rozumowanie pozwala na stwierdzenie, że wynagrodzenie z tytułu dystrybucji papierowych bonów BFP zwykłych i papierowych bonów BFP terminowych jest zgodne z zasadami rynku.
- (170) Komisja stwierdza więc, że wynagrodzenie wypłacone z tytułu dystrybucji wszystkich papierowych bonów BFP w latach 2000–2006 jest zgodne z zasadami rynku.

#### **Metoda alternatywna**

- (171) Alternatywnie w tym szczególnym przypadku Komisja mogłaby uznać, że wynagrodzenie wypłacone dla PI jest zgodne z zasadami rynku również w przypadku, gdy jest niższe od maksymalnej spodziewanej wartości.
- (172) Z tabeli 10 wynika w związku z tym, że wynagrodzenie za papierowe bony BFP zwykłe i terminowe jest zgodne z zasadami rynku; w rzeczywistości maksymalna wartość oczekiwana za papierowe bony BFP zwykle wynosi 4,54 % (maksymalna wartość szacunkowa), natomiast maksymalna prowizja w okresie 2000–2006 wynosi 3,07 %. Wartości za bony BFP terminowe papierowe wynoszą odpowiednio 3,34 % i 3,09 %.

#### **VIII.3.3. Uwagi specjalne**

##### **a) Metoda zmiennego rocznego wynagrodzenia**

- (173) Komisja doszłaby do tych samych wniosków również w przypadku, gdyby zastosowała metodę zmiennego rocznego wynagrodzenia.

<sup>(69)</sup> Dodatkowe bezpośrednie koszty ponoszone z tytułu produkcji certyfikatów papierowych są rekompensowane osobno – zob. rozdział VIII.3.3.b niniejszej decyzji.

<sup>(70)</sup> Fakt, że prowizje z tytułu zarządzania nie są obliczane w ten sam sposób dla okresu 2000–2006, nie zmienia oceny Komisji.

<sup>(71)</sup> Komisja jest ponadto zadowolona z badania trwałości przeprowadzonego przez biegłego w odniesieniu do kwot wypłaconych w latach 2001 i 2002 za specyficzne czynności, wykraczających poza zakres zwykłej dystrybucji bonów BFP.

<sup>(72)</sup> Liczba urzędów pocztowych wynosiła 13 950 w 2000 r. i 13 787 w 2001 r. (źródło: bilanse PI).

<sup>(73)</sup> Prowizja za zarządzanie zastosowana do obliczeń wynosi 0,13 %, co oznacza, że jest to najniższa prowizja wypłacona dla PI w okresie 2000–2002 i nie można jej uznać za nadmierną. Stopa dyskontowa zastosowana tutaj przez Komisję jest równa średniej rocznych stóp dyskontowych z pięciu lat. Alternatywna metoda polegałaby na zastosowaniu rzeczywistych prowizji za zarządzanie wypłaconych co roku dla PI przez cały okres ważności bonów terminowych. Taka metoda prowadziłaby do stwierdzenia w sposób jeszcze bardziej oczywisty zgodności z warunkami rynkowymi prowizji za papierowe bony BFP terminowe.

- (174) Jest to metoda dopuszczalna, ponieważ Komisja wychodzi z założenia, że w corocznych negocjacjach między PI a CDP uwzględniono zmienność rocznych prowizji.
- (175) Stosując takie podejście, Komisja stwierdziłaby zgodność z zasadami rynku w sposób nawet bardziej stanowczy.

b) Wynagrodzenie z tytułu produkcji papierowych bonów BFP

- (176) Jak zauważa biegły, można z absolutną pewnością stwierdzić, że papierowy obieg jest specyficzny dla bonów BFP, z wyjątkiem pewnej części otwartych funduszy inwestycyjnych, dla których ciągle jest prawnie dopuszczalny. Sam ABI przyznaje, że rynki finansowe obracają dzisiaj niemal wyłącznie produktami zdematerializowanymi. Ponadto ABI nie przedstawia żadnego argumentu ani danej, by potwierdzić zgodność z rynkiem tego wynagrodzenia, ani też nie kwestionuje obliczenia wynagrodzenia z tytułu produkcji bonów papierowych opartego na porównaniu z certyfikatami papierowymi reprezentującymi pewną część otwartych funduszy inwestycyjnych. Dlatego też Komisja zgadza się z wnioskiem biegłego w tym zakresie (zob. motywy 129–131).

#### VIII.4. Odpowiedź na inne uwagi Włoch i ABI

##### VIII.4.1. Włochy

- (177) W odniesieniu do argumentów przedstawionych przez Włochy co do zgodności z rynkiem marży za usługi dystrybucji bonów BFP (motywy 85–88) Komisja zauważa, że taki poziom rentowności, jaki wynika z symulacji Włoch, zdaje się być niewystarczający, by wykazać zgodność z zasadami rynku prowizji z tytułu dystrybucji bonów BFP, ponieważ – jak przyznają same władze włoskie – ze względu na fakt, że PI nie prowadzi odrębnej rachunkowości dla poszczególnych produktów finansowych, nie jest możliwe dla celów niniejszej decyzji zebranie wiarygodnych informacji co do kosztów i zysków generowanych przez BFP.
- (178) Porównanie globalnej marży PI/Bancoposta z marżą za wszystkie odpowiednie usługi oferowane przez system bankowy jest jeszcze bardziej nieprecyzyjne.
- (179) Dlatego też Komisja uważa, że na podstawie tego argumentu nie jest możliwe wyciągnięcie żadnego wniosku co do zgodności z rynkiem prowizji z tytułu dystrybucji bonów BFP w odniesieniu do tylko jednej z usług świadczonych przez Bancoposta i zestawiając nieporównywalne ze sobą rodzaje działalności i produkty systemu bankowego.
- (180) W odniesieniu do porównania między strukturami prowizji za bony BFP i książeczki pocztowe oraz proponowanego przez władze włoskie obliczenia wynagrodzenia za bony BFP, co do którego zakłada się, że jest zgodne z zasadami rynku, na podstawie średniego okresu życia instrumentu (motyw 82), Komisja uważa, że założenie liniowego skutku okresu ważności dla prowizji z tytułu dystrybucji jest, w porównaniu z analizą biegłego, zbyt uproszczone. Ponadto właściwsze jest porównanie bonów BFP do instrumentów finansowych emitowanych przez podmioty rynkowe.

##### VIII.4.2. ABI

- (181) ABI twierdzi, że wewnętrzna stopa zwrotu w przypadku państwowego papieru wartościowego jest zawsze niższa w porównaniu z produktem korporacyjnym o równoważnej ocenie *ratingowej* i że wynika to z różnicy profilu ryzyka również w przypadku instrumentów finansowych z tej samej klasy *ratingowej*; Komisja uważa natomiast, że taka różnica zależy raczej od różnicy między siecią dystrybucji (detailed lub instytucjonalna) niż od profilu ryzyka.

### VIII.5 Rozdzielność ksiąg rachunkowych

- (182) Zgodnie ze wspólnotowymi ramami dotyczącymi pomocy państwa w formie rekompensaty z tytułu świadczenia usług publicznych <sup>(74)</sup>, jeżeli jednemu przedsiębiorstwu powierzono świadczenie kilku usług w ogólnym interesie gospodarczym, z wewnętrznych ksiąg rachunkowych przedsiębiorstwa musi wynikać, że na poziomie poszczególnych usług nie ma nadwyżki rekompensaty.
- (183) Z informacji przekazanych przez Włochy wynika, że w wewnętrznych księgach rachunkowych PI nie istnieje prawidłowe rozdzielenie kosztów/wpływów związanych z usługami świadczonymi w ogólnym interesie gospodarczym w zakresie oszczędności pocztowych a kosztami/wpływami z tytułu innych rodzajów działalności.
- (184) Dlatego też Komisja przypomina Włochom o konieczności dopełnienia tego obowiązku.

### IX. WNIOSKI

- (185) Wynagrodzenie rynkowe wypłacone przez Włochy na rzecz Poste Italiane z tytułu dystrybucji bonów BFP odpowiada odpowiedniemu oszacowaniu poziomu kosztów, jakie średnie przedsiębiorstwo zarządzane w sposób skuteczny musiałoby ponieść, by wypełnić te zobowiązania, zważywszy na odnośne wpływy i rozsądną marżę zysku za ich wypełnianie.
- (186) Podsumowując, należy stwierdzić, że od wprowadzenia usługi w ogólnym interesie gospodarczym w 2004 r. są spełnione cztery kryteria wyroku *Altmark*. Wynagrodzenie wypłacone na rzecz PI z tytułu dystrybucji bonów BFP w okresie od 2004 r. do 2006 r. nie stanowi pomocy państwa.
- (187) W okresie poprzedzającym powierzenie PI przez CDP misji świadczenia usług w ogólnym interesie gospodarczym wynagrodzenie wypłacone na rzecz PI z tytułu dystrybucji bonów BFP było zgodne z zasadami rynku. Ponieważ nie istnieje żadna korzyść dla PI, to wynagrodzenie również nie stanowi pomocy państwa.
- (188) Komisja uważa, że wynagrodzenie wypłacone dla PI z tytułu dystrybucji bonów BFP w latach 2000–2006 nie stanowi pomocy państwa,

PRZYJMUJE NINIEJSZĄ DECYZJĘ:

#### Artykuł 1

Wynagrodzenie, jakie włoskie władze publiczne wypłaciły na rzecz Poste Italiane z tytułu usług dystrybucji Pocztywanych Bonów Oszczędnościowych (BFP) w latach 2000–2006, nie stanowi pomocy państwa w rozumieniu art. 87 ust. 1 Traktatu.

#### Artykuł 2

Niniejsza decyzja skierowana jest do Republiki Włoskiej.

Sporządzono w Brukseli dnia 21 października 2008 r.

W imieniu Komisji

Neelie KROES

Członek Komisji

<sup>(74)</sup> Dz.U. C 297 z 29.11.2005, s. 4.