

DECYZJA KOMISJI (UE) 2019/1968**z dnia 2 sierpnia 2019 r.****w sprawie środka SA.21445 – C42/2006 wdrożonego przez Republikę Włoską jako wynagrodzenie za środki zgromadzone na rachunkach bieżących Poste Italiane zdeponowane w Skarbie Państwa***(notyfikowana jako dokument nr C(2019) 5649)***(Jedynie tekst w języku włoskim jest autentyczny)****(Tekst mający znaczenie dla EOG)**

KOMISJA EUROPEJSKA,

uwzględniając Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej, w szczególności jego art. 108 ust. 2 akapit pierwszy,

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

po wezwaniu zainteresowanych stron do przedstawiania uwag zgodnie z przywołanymi postanowieniami ⁽¹⁾ i uwzględniając otrzymane odpowiedzi,

a także mając na uwadze, co następuje:

1. Procedura

- (1) Pismem z dnia 30 grudnia 2005 r. Zrzeszenie Banków Włoskich („ABI” lub „skarżący”) złożyło do Komisji skargę dotyczącą serii środków na rzecz działalności bankowej prowadzonej przez Poste Italiane SpA („Poste Italiane” lub „PI”). W szczególności Komisja została poinformowana, że zgodnie z umową zawartą między Republiką Włoską („Włochy”) a PI Włochy miały przyznać Poste Italiane odsetki w wysokości około 4 % z tytułu środków finansowych gromadzonych na pocztowych rachunkach bieżących PI i przekazanych na rachunek włoskiego Skarbu Państwa („Skarb Państwa”), podczas gdy PI miało ustalić stopę procentową pocztowych rachunków bieżących na około 1 %. Różnica między oprocentowaniem depozytu (tj. stopą procentową płaconą przez PI posiadaczom pocztowych rachunków bieżących) a oprocentowaniem pożyczek (tj. stopą procentową otrzymywaną przez PI od Skarbu Państwa za środki zdeponowane na rachunku Skarbu Państwa) była wyższa niż stopa procentowa na rynku właściwym, co według skarżącego stanowi pomoc państwa.
- (2) Pismem z dnia 7 lutego 2006 r. Komisja przesłała do władz włoskich szereg pytań dotyczących wynagrodzenia powiązanego z pocztowymi rachunkami bieżącymi. Władze włoskie udzieliły odpowiedzi na te pytania w piśmie z dnia 21 kwietnia 2006 r. W dniu 30 marca 2006 r. miało miejsce spotkanie z władzami włoskimi oraz PI.
- (3) Pismem z dnia 26 września 2006 r. Komisja poinformowała władze włoskie o swojej decyzji o wszczęciu postępowania, o którym mowa w art. 108 ust. 3 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej („TFUE”), w odniesieniu do tego środka. Komisja zwróciła się do zainteresowanych stron o składanie uwag dotyczących środka. ⁽²⁾
- (4) W decyzji z dnia 16 lipca 2008 r. ⁽³⁾ („decyzja z 2008 r.”) Komisja uznała, że wynagrodzenie przyznane przez władze włoskie stanowiło pomoc państwa niezgodną z zasadami rynku wewnętrznego i nakazała jego natychmiastowy zwrot.

⁽¹⁾ Dz.U. C 290 z 29.11.2006, s. 8.

⁽²⁾ Zob. przypis 1.

⁽³⁾ Decyzja Komisji 2009/178/WE z dnia 16 lipca 2008 r. dotycząca pomocy państwa przyznanej przez Włochy jako wynagrodzenie za środki zgromadzone na rachunkach bieżących Poste Italiane zdeponowane w Skarbie Państwa (C 42/06 (ex NN 52/06)) (Dz.U. L 64 z 10.3.2009, s. 4).

- (5) W dniu 4 grudnia 2008 r. PI wniosła pozew do Sądu o unieważnienie decyzji z 2008 r.
- (6) Wyrokiem z dnia 13 września 2013 r. w sprawie T-525/08 ⁽⁴⁾ Sąd unieważnił decyzję z 2008 r. („wyrok z 2013 r.”).
- (7) W dniu 30 października 2014 r. na stronie internetowej Komisji ⁽⁵⁾ opublikowano zaproszenie do składania ofert dotyczące sporządzenia opinii zawierającej analizę i porównanie stóp zwrotu z możliwych inwestycji środków zgromadzonych przez PI dzięki ofercie pocztowych rachunków bieżących w latach 2005–2007.
- (8) W dniu 19 grudnia 2014 r. zamówienie zostało udzielone Uniwersytetowi w Perugii. Sporządzanie opinii ukończono w listopadzie 2015 r.

2. Szczegółowy opis środka pomocy i beneficjenta

2.1. Poste Italiane

- (9) PI jest dostawcą powszechnych usług pocztowych we Włoszech i realizuje usługi świadczone w ogólnym interesie gospodarczym, tj. obowiązek zapewnienia powszechnych usług pocztowych ⁽⁶⁾, zgodnie z drugą dyrektywą pocztową ⁽⁷⁾ oraz rozporządzeniami dotyczącymi powszechnych usług pocztowych. Obecnie zakres usług świadczonych w ogólnym interesie gospodarczym, których realizację powierzono PI, nie obejmuje usług finansowych.
- (10) Oprócz świadczenia powszechnych usług pocztowych PI oferuje zintegrowane produkty i usługi telekomunikacyjne, logistyczne i finansowe na obszarze całych Włoch.
- (11) Działalność bankowa PI prowadzona jest przez całkowicie zintegrowany oddział PI o nazwie BancoPosta.
- (12) W latach 2005–2007 głównym akcjonariuszem PI, posiadającym 65 % akcji, były Włochy, a 35 % akcji należało do akcjonariusza mniejszościowego Cassa Depositi e Prestiti („CDP”). CDP była częścią administracji publicznej do czasu, gdy pod koniec 2003 r. została przekształcona w spółkę akcyjną. Od 2003 r., pomimo przeniesienia 30 % jej kapitału zakładowego do 65 fundacji bankowych ⁽⁸⁾, CDP pozostaje pod kontrolą państwa. PI także była pod kontrolą państwa w czasie, gdy przedmiotowy środek został wdrożony.

2.2. Środek

- (13) Środek poddany ocenie dotyczy wynagrodzenia z tytułu środków zgromadzonych na pocztowych rachunkach bieżących prowadzonych przez Poste Italiane zdeponowanych na rachunku Skarbu Państwa w ciągu trzech lat (2005–2007).
- (14) Warunek wiążący deponowania środków na rachunku Skarbu Państwa („warunek wiążący”) ⁽⁹⁾ określa ustawa nr 266 z dnia 23 grudnia 2005 r. ⁽¹⁰⁾ („ustawa z 2005 r.”), natomiast wynagrodzenie było przyznawane na podstawie umowy między Włochami a PI zawartej w dniu 23 lutego 2006 r. („umowa”).

⁽⁴⁾ Wyrok Sądu w sprawie T-525/08, Poste Italiane przeciwko Komisji, ECLI:EU:T:2013:481.

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

⁽⁶⁾ Powszechne usługi pocztowe obejmują odbiór, transport, podział i dystrybucję przesyłek o wadze do 2 kg i paczek pocztowych do 20 kg, a także usługi dotyczące przesyłek poleconych i ubezpieczonych.

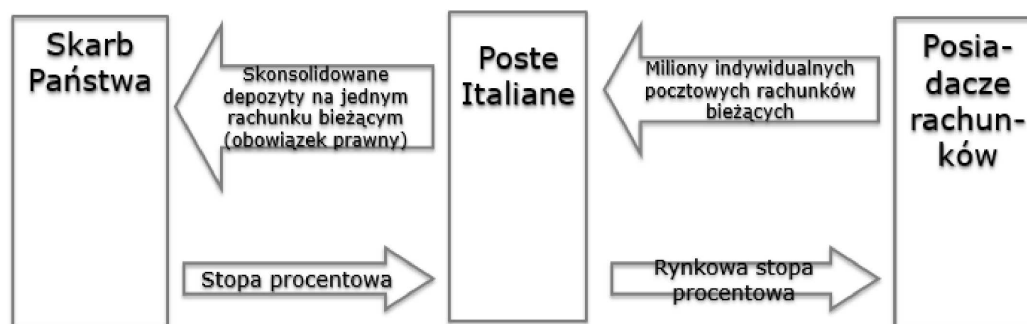
⁽⁷⁾ Dyrektywa 2002/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 10 czerwca 2002 r. zmieniająca dyrektywę 97/67/WE w zakresie dalszego otwarcia na konkurencję wspólnotowych usług pocztowych (Dz.U. L 176 z 5.7.2002, s. 21).

⁽⁸⁾ Zgodnie z art. 5 dekretu z mocą ustawy nr 269 z dnia 30 września 2003 r. oraz z ustawą o przekształceniu nr 326 z dnia 24 listopada 2003 r. akcje CDP SpA należą do państwa. Ponadto fundacje bankowe i inne podmioty publiczne i prywatne mogą łącznie posiadać tylko akcje mniejszościowe w kapitale zakładowym CDP.

⁽⁹⁾ Usługi polegające na prowadzeniu pocztowych rachunków bieżących zasadniczo są regulowane ustawą z 1917 r., opublikowaną w GU 219 z dnia 6 września 1917 r. i zmienioną dekretem nr 822 z dnia 22 listopada 1945 r. opublikowanym w GU 12 z dnia 15 stycznia 1946 r. Do 2003 r. przepisy prawa przewidywały w szczególności, że środki zgromadzone na pocztowych rachunkach bieżących powinny być deponowane na rachunku CDP, którego oprocentowanie było równe oprocentowaniu otrzymywanemu przez CDP z jej działalności finansowej, pomniejszonemu o 15 setnych punktu procentowego. Po uchwaleniu dekretu z dnia 5 grudnia 2003 r. Skarb Państwa zastąpił CDP.

⁽¹⁰⁾ Opublikowano w GU 302 z dnia 29 grudnia 2005 r., „supplemento ordinario” 211.

- (15) Relacje między PI a Skarbem Państwa po uchwaleniu dekretu z dnia 5 grudnia 2003 r. przedstawiono na poniższym diagramie ⁽¹¹⁾:



- (16) Zgodnie z ustawą z 2005 r. odsetki wypłacane PI za depozyty wpłacone na rachunek Skarbu Państwa miały być ustalane między Włochami a PI według parametrów rynkowych.
- (17) Po uchwaleniu ustawy z 2005 r. konkretny mechanizm ustalania stóp procentowych na okres trzech lat został określony w umowie, która weszła w życie dnia 4 kwietnia 2006 r. ⁽¹²⁾ z mocą wsteczną od 1 stycznia 2005 r. Zasadniczo roczna stopa procentowa była obliczana jako średnia ważona stopy zwrotu z 30-letnich obligacji rządu włoskiego (80 %) ⁽¹³⁾, 10-letnich obligacji rządu włoskiego (10 %) oraz dwunastomiesięcznych bonów skarbowych ⁽¹⁴⁾ (10 %). Roczne stopy oprocentowania rządowych papierów wartościowych oraz obligacji skarbowych zastosowane jako wartości odniesienia w umowie były obliczane jako średnia arytmetyczna 24 notowań (z 1. i 15. dnia każdego miesiąca) podawanych przez MTS SpA (spółkę obsługującą hurtową sprzedaż elektroniczną włoskich obligacji skarbowych oraz innych papierów wartościowych o określonym terminie wykupu). W związku z tym postanowienie dotyczące zmiany parametrów co 15 dni oznaczało zmienny charakter indeksacji. Co więcej, w przypadku znacznych zmian w krzywej stóp procentowych (np. zmiany stosunku stóp długo- i krótkoterminowych) PI miała możliwość zmiany formuły obliczania odsetek. Każda ze stron mogła wypowiedzieć umowę na koniec każdego roku z zachowaniem 6-miesięcznego okresu wypowiedzenia.
- (18) W latach 2005, 2006 i 2007 stopy procentowe wyniosły odpowiednio 3,9 %, 4,25 % i 4,7 %.
- (19) Ustawa z 2005 r. została zmieniona ustawą nr 296 z dnia 27 grudnia 2006 r. („ustawa z 2006 r.”) ⁽¹⁵⁾. W ustawie z 2006 r. określono nowe ramy inwestowania: zniesiono obowiązek wpłacania przez PI środków zgromadzonych na bieżących rachunkach pocztowych należących do klientów prywatnych (tj. nienależących do administracji publicznej) na rachunek Skarbu Państwa; teraz PI miała inwestować te środki w obligacje skarbowe strefy euro ⁽¹⁶⁾. Zgodnie z ustawą z 2006 r. nowe ramy inwestowania były wdrażane stopniowo przez cały 2007 r., a proces wdrażania zakończył się z końcem tego samego roku.

2.3. Decyzja z 2008 r.

- (20) W decyzji z 2008 r. Komisja uznała, że oceniany środek (tj. wynagrodzenie przyznane PI przez Skarb Państwa zgodnie z umową) stanowił pomoc państwa niezgodną z rynkiem wewnętrznym, i nakazała jego bezzwłoczny i skuteczny zwrot.

2.3.1. Ostrożny prywatny kredytobiorca

- (21) W celu ustalenia, czy w tej sprawie występuje korzyść w rozumieniu art. 107 ust. 1 TFUE, w decyzji z 2008 r. Komisja porównała stopę procentową płaconą PI przez Skarb Państwa zgodnie z umową („stopa wynikająca z umowy”) ze stopą procentową, jaką byłby skłonny zapłacić ostrożny prywatny kredytobiorca na danym rynku w podobnej sytuacji („stopa dla ostrożnego prywatnego kredytobiorcy”).

⁽¹¹⁾ Opublikowano w GU 288 z dnia 12 grudnia 2003 r.

⁽¹²⁾ Wykonanie umowy zatwierdzono w dekrete ministerialnym z dnia 3 kwietnia 2006 r.

⁽¹³⁾ BTP: Buoni del Tesoro Poliennali.

⁽¹⁴⁾ BOT: Buoni ordinari del Tesoro.

⁽¹⁵⁾ Opublikowano w GU 299 z dnia 27 grudnia 2006 r.

⁽¹⁶⁾ Według władz włoskich kwota środków zgromadzonych na pocztowych rachunkach należących do klientów prywatnych stanowi około 70–75 % kwoty wszystkich środków zgromadzonych na rachunkach pocztowych.

- (22) Jak wyjaśniono w motywie 119 decyzji z 2008 r., określając wysokość wynagrodzenia za depozyty, ostrożny prywatny kredytobiorca zasadniczo wziąłby pod uwagę następujące elementy:
- całkowitą kwotę zdeponowanych środków,
 - stabilność zdeponowanych środków,
 - średni termin zapadalności oraz zmiany zdeponowanych środków oraz
 - ponoszone ryzyko finansowe.
- (23) Odnośnie do całkowitej kwoty zdeponowanych środków w decyzji z 2008 r. Komisja uznała, że wyniosła ona ogółem 35 mld EUR, co stanowi znaczną kwotę pieniędzy, biorąc pod uwagę, że pochodzą one od jednego kredytodawcy. Komisja zauważyła jednak, że kwoty zdeponowane przez PI na rachunku Skarbu Państwa stanowiły tylko 2,8 % wartości wszystkich papierów wartościowych Skarbu Państwa pozostających w obrocie na koniec 2005 r. Ponadto w tamtym okresie emisja obligacji rządu włoskiego przebiegała z nadwyżką zapisów. Nie było zatem żadnych oznak, by na rynku występował niedobór środków i by depozyty od PI były kluczowe dla zlikwidowania tego niedoboru (motyw 124 decyzji z 2008 r.).
- (24) Co do stabilności zdeponowanych środków Komisja uznała, że 10 % depozytów na pocztowych rachunkach bieżących można uznać za zmienne, a 90 % za stabilne (motyw 133 decyzji z 2008 r.).
- (25) Jeśli chodzi o średni termin zapadalności depozytów, Komisja dokonała rozróżnienia między aktywnym zarządzaniem środkami, które byłoby możliwe, gdyby nie zawarto umowy, a pasywnym zarządzaniem środkami, wynikającym z istnienia warunku wiążącego. Ostrożny prywatny kredytobiorca powinien być się spodziewać, że warunek wiążący zostanie zmieniony w ciągu maksymalnie pięciu lat, i wziąć to pod uwagę przy ustalaniu oprocentowania kredytu. Analizując sytuację w kontekście aktywnego zarządzania środkami, Komisja stwierdziła, że średni termin zapadalności całkowitej kwoty środków zgromadzonych na rachunkach pocztowych wynosił mniej niż pięć lat. W tej sytuacji ostrożny prywatny kredytobiorca powinien był ustalić rynkowe wynagrodzenie za część depozytów o charakterze stabilnym na podstawie stopy zwrotu pięcioletnich obligacji (zamiast na podstawie stopy zwrotu obligacji 10- lub 30-letnich, jak było to przewidziane w umowie). Dla depozytów o charakterze zmiennym ostrożny prywatny kredytobiorca ustaliłby wynagrodzenie na podstawie oprocentowania trzymiesięcznych bonów skarbowych (zamiast na podstawie oprocentowania 12-miesięcznych bonów skarbowych, jak było to przewidziane w umowie).
- (26) Jeśli chodzi o ryzyko finansowe związane z depozytami z pocztowych rachunków bieżących, Komisja zauważyła, że całe ryzyko związane z płynnością ponosił kredytobiorca (tj. Skarb Państwa), a nie PI. Zgodnie z umową, gdyby deponenci wycofali swoje pieniądze z pocztowych rachunków bieżących, Skarb Państwa musiałby przekazać PI środki w tej samej kwocie.
- (27) Komisja doszła do wniosku (motyw 178 decyzji z 2008 r.), że stopa określona w umowie była wyższa niż stopa dla ostrożnego prywatnego kredytobiorcy o 1,09 % w 2005 r., 0,65 % w 2006 r. i 0,47 % w 2007 r. Na tej podstawie Komisja uznała, że środek stanowił pomoc państwa w rozumieniu art. 107 ust. 1 TFUE.

2.3.2. *Analiza polityki inwestycyjnej PI w przypadku braku warunku wiążącego*

- (28) Ponadto podczas oceny środka Komisja wyczerpująco przeanalizowała alternatywne możliwości inwestowania, które zgodnie z sugestią władz włoskich byłyby dostępne dla PI w przypadku braku warunku wiążącego, w szczególności inwestycje PI z wykorzystaniem środków zebranych w ramach działalności ubezpieczeniowej, poprzez Poste Vita SpA, oraz z wykorzystaniem alternatywnych strategii aktywnego zarządzania środkami. W tym kontekście Komisja sprawdziła, czy te alternatywne inwestycje przyniosłyby PI podobne lub wyższe stopy zwrotu niż te określone w umowie.
- (29) Komisja uznała, że z perspektywy stosunku ryzyka do zwrotu z inwestycji te alternatywne inwestycje nie przyniosłyby PI podobnych lub wyższych stóp zwrotu niż te określone w umowie.

2.4. **Unieważnienie decyzji z 2008 r.: wyrok z 2013 r.**

- (30) Wyrokiem z 2013 r. Sąd unieważnił decyzję z 2008 r.

- (31) Sąd orzekł, że istnienie dodatniej różnicy między stopą określoną w umowie a stopą dla ostrożnego prywatnego kredytobiorcy nie jest wystarczającym dowodem na to, że PI odniosło korzyść.
- (32) Sąd stwierdził, że Komisja oszacowała stopę dla ostrożnego prywatnego kredytobiorcy na podstawie czterech parametrów określonych w motywie 22 niniejszej decyzji. W tych okolicznościach Sąd uznał, że obliczona przez Komisję stopa dla ostrożnego prywatnego kredytobiorcy nie była stopą rynkową⁽¹⁷⁾.
- (33) Sąd zauważył, że nawet jeśli stopa dla ostrożnego prywatnego kredytobiorcy nie była stopą rynkową, PI odniosłaby z tego korzyść tylko wtedy, gdyby stopa określona w umowie była wyższa niż zwrot z inwestycji, który PI mogłaby w normalnych okolicznościach osiągnąć w przypadku braku warunku wiążącego.
- (34) Sąd uznał, że Komisja nie mogła dojść do wniosku, iż dzięki temu środkowi PI odniosła korzyść, nie wykazawszy, że przy braku warunku wiążącego PI nie byłaby w stanie uzyskać wyższego zwrotu, inwestując w depozyty z pocztowych rachunków bieżących w instrumenty o innym oprocentowaniu niż określono w umowie.
- (35) W opinii Sądu Komisja, uznając w decyzji z 2008 r., że oceniany środek przyniósł PI korzyści na podstawie istnienia dodatniej różnicy między stopą określoną w umowie a stopą dla ostrożnego prywatnego kredytobiorcy, popełniła oczywisty błąd.
- (36) Sąd uznał, że argumenty Komisji kwestionujące znaczenie elementów przedstawionych przez Włochy nie zostały wystarczająco poparte dowodami.
- (37) Sąd zauważył także, że Komisja wyczerpująco oceniła zwrot z inwestycji poczynionych przez PI z wykorzystaniem środków zebranych w ramach działalności ubezpieczeniowej oraz zwrot uzyskiwany dzięki alternatywnym strategiom aktywnego zarządzania środkami, i uznał, że z perspektywy stosunku ryzyka do zwrotu z inwestycji alternatywne strategie inwestycyjne w rozważanym okresie nie przyniosłyby stopy oprocentowania podobnej do tej określonej w umowie albo wyższej.
- (38) Sąd ocenił, czy wniosek Komisji, że omawiany środek stanowił pomoc państwa, wyciągnięty na podstawie oceny alternatywnych strategii inwestowania podanych przez Włochy, był słuszny.
- (39) Sąd orzekł, że opłaty za zarządzanie pocztowymi rachunkami bieżącymi i produktami ubezpieczeniowymi nie są istotne przy porównywaniu zwrotów uzyskiwanych na podstawie umowy ze zwrotami wynikającymi alternatywnych strategii inwestycyjnych. W związku z tym Sąd uznał, że Komisja popełniła błąd, odejmując te opłaty, oraz że porównanie stopy wynikającej z umowy ze zwrotami pomniejszonymi o wspomniane opłaty za zarządzanie związane z produktami ubezpieczeniowymi nie ma znaczenia dla oceny, czy środek stanowi pomoc państwa.
- (40) Odnośnie do strategii aktywnego zarządzania środkami Sąd stwierdził, że Komisja, koncentrując się na danych z ograniczonego okresu trzech lat, które nie były reprezentatywne dla zwrotów osiąganych dzięki strategii aktywnego zarządzania środkami, nie była w stanie dokonać odpowiedniego dla sprawy porównania stopy wynikającej z umowy ze zwrotem wynikającym ze strategii aktywnego zarządzania środkami.
- (41) Sąd orzekł także, że ważnym parametrem strategii aktywnego zarządzania środkami jest zysk kapitałowy i nie powinien on zostać pominięty podczas analizy zgodności środka z rynkiem wewnętrznym. Komisja twierdziła, że zysk kapitałowy powinien być wyłączony z analizy, ponieważ nie da się go przewidzieć z wyprzedzeniem, i stąd po odjęciu tego zysku kapitałowego zwroty uzyskane dzięki strategii aktywnego zarządzania środkami były niższe niż stopa wynikająca z umowy lub stopa dla ostrożnego prywatnego kredytobiorcy.
- (42) Sąd orzekł, że fakt, iż zwroty uzyskane w wyniku strategii aktywnego zarządzania środkami, pomniejszone o zyski kapitałowe, były niższe niż stopa określona w umowie, nie jest istotny przy ustalaniu istnienia korzyści w rozumieniu art. 107 ust. 1 TFUE.

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

- (43) W opinii Sądu wnioszek Komisji w decyzji z 2008 r., zgodnie z który w przypadku braku warunku wiążącego PI nie byłaby w stanie uzyskać zwrotów takich samych lub wyższych niż stopa określona w umowie, był oparty na błędnych przesłankach.
- (44) Z powyższych powodów Sąd unieważnił decyzję z 2008 r. Od wyroku z 2013 r. nie wniesiono odwołania.

3. Uwagi zainteresowanych stron

3.1. Uwagi ABI

- (45) Pismem z dnia 27 grudnia 2006 r. zrzeszenie ABI zgłosiło następujące uwagi:
- ABI wskazało, że środki deponowane na rachunku Skarbu Państwa stanowią dług, który Skarb Państwa musi spłacić w roku następującym po wpłacie depozytu. Zgodnie z argumentami Komisji wysuwanymi w decyzji o wszczęciu postępowania ⁽¹⁸⁾, to Skarb Państwa, a nie PI, ponosi ryzyko płynności związane ze zdeponowanymi środkami. Oznaczałoby to, że w przypadku gdy kwota zdeponowanych środków w kolejnym roku zmniejszy się, wówczas Skarb Państwa powinien zarówno wypłacić PI wynagrodzenie według stopy określonej w umowie, jak i zwrócić PI różnicę w zdeponowanych kwotach.
 - Według ABI środki zgromadzone na rachunku Skarbu Państwa mają charakter krótkoterminowy. Co więcej, z tych środków finansuje się zwykłe wydatki budżetowe.
 - Ponadto, zgodnie z dekretem ministerialnym z dnia 5 grudnia 2003 r. (zob. motyw 15), CDP otworzyła dwa rachunki bieżące w Skarbie Państwa oprocentowane zmienną stopą procentową równą średniej arytmetycznej stopy oprocentowania 6-miesięcznych bonów skarbowych brutto i stopy procentowej Rendistato ⁽¹⁹⁾.
 - Wreszcie, żeby móc ocenić, czy wynagrodzenie dla PI za środki zdeponowane na rachunku Skarbu Państwa stanowi pomoc państwa, stopę procentową dla PI należy porównać ze stopą procentową krótkoterminowych (12-miesięcznych) bonów skarbowych. W styczniu 2005 r. oprocentowanie 12-miesięcznych bonów skarbowych wynosiło 2,21 %, co oznacza, że wynagrodzenie dla PI było wyższe o 1,69 %.

3.2. Uwagi Włoch

- (46) Włochy przedstawiły swoje argumenty w pismach z dnia 31 października 2006 r., 29 grudnia 2006 r., 16 lutego 2007 r., 30 marca 2007 r., 2 kwietnia 2007 r., 1 czerwca 2007 r., 27 listopada 2007 r., 29 lutego 2008 r., 7 marca 2008 r. oraz 23 kwietnia 2008 r.
- (47) Na początku Włochy przypomniały, że zgodnie z ustawą z 2005 r. i umową odsetki wypłacane PI miały być ustalone według parametrów rynkowych. Według Włoch odsetki te nie stanowiły dla PI żadnej korzyści.

3.2.1. Zmiana wysokości środków deponowanych na bieżących rachunkach pocztowych

- (48) Po drugie, Włochy twierdziły, że bieżące rachunki pocztowe powinny być porównywane z bankowymi rachunkami bieżącymi dopiero od 2001 r., gdy na rynek wprowadzono nowy produkt, „Conto BancoPosta”. Przed 2001 r. kwoty deponowane na rachunku Skarbu Państwa zmieniały się. Przykładem może być znaczne obniżenie depozytów na rachunkach bieżących pod koniec lat 90. XX wieku, zwłaszcza między rokiem 1996 a 1997, co było skutkiem uchwalenia ustawy nr 662 z dnia 23 grudnia 1996 r., na mocy której zamknięto rachunki, na które Skarb Państwa wpłacał państwowe emerytury. Zamknięcie tych rachunków doprowadziło do obniżenia kwoty depozytów o około 11 mld EUR (stan na 1 stycznia 1997 r.). Według Włoch trudno jest ustalić dokładną przyczynę tych zmian ze względu na zewnętrzne czynniki polityczne oraz fakt, że w tamtym czasie PI była instytucją państwową. Po przekształceniu PI w spółkę publiczną w 1998 r. kwoty deponowane na rachunku Skarbu Państwa stale rosły.

3.2.2. Charakter umowy

- (49) Włochy stwierdziły, że umowa zawarta między Skarbem Państwa a PI regulowała ich stosunki finansowe w przejrzysty sposób. Z jednej strony umowa była zawarta na trzy lata, więc nie była umową na czas nieokreślony; z drugiej strony w umowie przewidziano możliwość jej wypowiedzenia przez każdą ze stron, jeśli warunki rynkowe przestaną być gwarancją spójności mechanizmu obliczania wynagrodzenia za depozyty.

⁽¹⁸⁾ Zob. przypis 1.

⁽¹⁹⁾ Od dnia 1 października 1995 r. stopa Rendistato obejmuje średnią stopę zwrotu brutto z opodatkowanych obligacji państwowych z rezydującym terminem zapadalności dłuższym niż rok. (Źródło: Bank Włoch).

- (50) Według Włoch uwzględnienie w umowie zmiennej stopy procentowej pozwoliło zapewnić zgodność ze stopami rynkowymi. W szczególności, z punktu widzenia Skarbu Państwa zmienna stopa procentowa stanowiła uczciwą stopę, ponieważ dla Skarbu Państwa oznaczała ona koszty odpowiadające kosztom alternatywnych źródeł finansowania, np. zadłużenia średnio-/długoterminowego.
- (51) Włochy stwierdziły, że od 2007 r. podejście PI do aktywnego zarządzania środkami było konserwatywne, inaczej niż przewidziano w umowie, ponieważ dzięki temu PI mogła budować portfel oparty na alokacji aktywów zgodnie z celami i strategią finansową spółki.

3.2.3. *Zmiany obowiązku prawnego deponowania środków na rachunku Skarbu Państwa.*

- (52) Włochy poinformowały Komisję, że w grudniu 2006 r. ustawa nakładająca na PI obowiązek deponowania na rachunku Skarbu Państwa środków zgromadzonych na pocztowych rachunkach bieżących została uchylona ustawą z 2006 r. Zgodnie z tą ustawą PI miała inwestować środki zgromadzone na pocztowych rachunkach bieżących należących do klientów prywatnych w obligacje skarbowe strefy euro (zob. motyw 19). Celem tej nowej ustawy było zapewnienie PI większej autonomii z zakresie finansów.

3.2.4. *Stabilny poziom środków zgromadzonych na pocztowych rachunkach bieżących*

- (53) Na poparcie swojego stanowiska dotyczącego stabilności zdeponowanych środków finansowych Włochy przedstawiły wyniki obliczeń dla dwóch modeli: wewnętrznego modelu statystycznego opracowanego przez PI oraz modelu opracowanego przez PI we współpracy z firmą doradcą [...], których celem było ostrożnościowe oszacowanie tendencji zmian środków zgromadzonych na pocztowych rachunkach bieżących.
- (54) Modele wewnętrzne opierały się na analizie dziennych odchyień kwot środków zgromadzonych na pocztowych rachunkach bieżących oraz kwot średnich, z wykorzystaniem tylko historycznych danych rachunków bieżących. Modele wskazywały na tendencję wzrostową kwot zdeponowanych na rachunku Skarbu Państwa (środki zgromadzone na rachunkach klientów prywatnych stanowią około 75 % wszystkich środków zgromadzonych na pocztowych rachunkach bieżących). Stabilny składnik depozytów wykazywał tendencję wzrostową. Tego typu depozyty stanowią 90 % całkowitej kwoty depozytów (od 85 % w 2002 r. do 92 % w 2006 r.). W podobny sposób wewnętrzne modele oszacowały zmienny składnik depozytów, który zmalał do ok. 10 % wszystkich depozytów.
- (55) Model opracowany przez [...], który w opinii Włoch jest modelem bardzo konserwatywnym, wykazał, że czas trwania łącznej liczby pocztowych rachunków bieżących różni się od czasu trwania pojedynczego pocztowego rachunku bieżącego. Jeżeli rzeczywiście niektórzy klienci zdecydowaliby się zamknąć swoje rachunki z dnia na dzień, wpływ takiego zdarzenia na całkowitą kwotę środków zgromadzonych przez PI byłby marginalny ze względu na dużą liczbę klientów, fakt, że średnie saldo na tych rachunkach jest niskie, oraz fakt, że depozyty klientów zamykających rachunki są zasadniczo zastępowane depozytami nowych klientów.
- (56) Taki rodzaj ostrożnościowego modelu, jak ten opracowany przez [...], był wykorzystywany w czasie obowiązywania umowy przez kilka włoskich banków do aktywnego zarządzania płynnością w celu ustalenia czasu trwania ich rachunków bieżących, a następnie odwzorowania tego czasu w ich portfelu inwestycyjnym w ramach zarządzania aktywami/zobowiązaniami („ALM”). PI wykorzystywała ten model ostrożnościowy do określania czasu deponowania środków gromadzonych na pocztowych rachunkach bieżących (będących własnością klientów prywatnych ⁽²⁰⁾) w latach 2005–2006, kiedy to PI miała obowiązek deponowania wszystkich środków na rachunku Skarbu Państwa (pasywne zarządzanie płynnością), oraz po dniu 1 stycznia 2007 r., od kiedy to środki gromadzone na pocztowych rachunkach bieżących klientów prywatnych są przez PI inwestowane w obligacje skarbowe strefy euro (aktywne zarządzanie płynnością).

⁽²⁰⁾ W 2006 r. na pocztowych rachunkach bieżących będących własnością klientów prywatnych (tj. z wyłączeniem administracji publicznej) zgromadzono [...], z czego [...] należało do klientów detalicznych, a [...] do przedsiębiorstw.

3.2.4.1. Pasywne zarządzanie środkami

- (57) Według Włoch, w kontekście pasywnego zarządzania płynnością PI, model opracowany przez [...] miał na celu określenie czasu trwania depozytów o charakterze stabilnym i zmiennym określonych przy użyciu wewnętrznych modeli na podstawie danych historycznych dotyczących zmienności pocztowych rachunków bieżących oraz prawdopodobnego zachowania posiadaczy rachunków. Według jednego modelu ⁽²¹⁾ około dwie trzecie środków miało bardzo długi czas trwania, a jedna trzecia miała czas trwania od 0 do 10 lat. W związku z tym odpowiadający temu portfel inwestycyjny miałby średnią zapadalność 4,1 lat i durację Macaulaya ⁽²²⁾ 3,2 lat. Według innego modelu ⁽²³⁾ odpowiadający temu portfel inwestycyjny będzie miał średnią zapadalność 4,9 lat i durację Macaulaya 3,8 lat ⁽²⁴⁾.

3.2.4.2. Aktywne zarządzanie środkami

- (58) Według Włoch, w zakresie aktywnego zarządzania płynnością PI, model [...] zapewnił optymalną alokację aktywów przez PI. Na podstawie bardzo ostrożnych hipotez model wykazał, że przyjęcie przez PI alokacji aktywów ze średnim czasem trwania od 4 do 5 lat było uzasadnione.

3.2.5. Koszty pocztowych rachunków bieżących

- (59) Odnośnie do kosztów gromadzenia i deponowania środków z pocztowych rachunków bieżących klientów PI Włochy wskazały, że analityczny system księgowy PI pozwala na określenie kosztów w odniesieniu do całej działalności PI, a nie do poszczególnych produktów. Włochy stwierdziły, że marże stosowane przez PI są niższe niż ekwiwalentne marże w sektorze bankowości.

3.2.6. Spójność między wynagrodzeniem wynikającym z umowy a kosztami pozyskiwania finansowania przez Skarb Państwa

- (60) Włochy stwierdziły, że zgodnie z umową PI miała być wynagradzana w oparciu o stopę zwrotu z obligacji skarbowych, które były głównym instrumentem finansowania, z jakiego Włochy mogły korzystać.
- (61) W szczególności, zgodnie z umową PI mogła otrzymywać wynagrodzenie w oparciu o stopy długoterminowe, które odpowiadały czasowi, na jaki środki były zgromadzone na pocztowych rachunkach bieżących. Umowa zabezpieczała także Skarb Państwa przed niekorzystnymi warunkami rynkowymi dzięki możliwości wypowiedzenia umowy, jeżeli jej warunki przestaną odpowiadać kosztom pozyskiwania finansowania z innych źródeł.
- (62) Na podstawie porównania stóp przewidzianych w umowie z kosztami pozyskiwania finansowania przez Skarb Państwa Włochy stwierdziły, że koszty średnio-/długoterminowego finansowania pozyskiwanego przez Skarb Państwa odpowiadały stopie określonej w umowie.
- (63) Ponadto (i) stopa wynagrodzenia jest wyznaczona w umowie przez parametry związane z zadłużeniem publicznym Włoch (papiery wartościowe Skarbu Państwa), które stanowią najbardziej wskazany punkt odniesienia dla kosztów pozyskiwania finansowania przez Skarb Państwa; (ii) stabilna wartość depozytów, zweryfikowana poprzez zastosowanie modeli statystycznych, oraz warunek wiążący ciężący na PI sprawiają, że czas trwania inwestycji jest w głównej mierze trwały (nie biorąc pod uwagę szczególnych mechanizmów ostrożnościowych – takich jak możliwość wcześniejszego wycofania środków, trzyletni czas trwania inwestycji – które zapewniają Skarbowi Państwa ochronę przed nieprzewidywanymi zmianami na rynku); (iii) ryzyko utraty płynności przyjęte przez Skarb Państwa jest ograniczone ze względu na udowodnioną stabilność środków na pocztowych rachunkach bieżących, ponieważ tylko 10 % tych środków jest indeksowanych do parametrów krótkoterminowych.
- (64) Odnośnie do długoterminowego składnika stopy oprocentowania pożyczki (90 %, z czego (i) 10 % jest powiązane ze stopą zwrotu 10-letnich obligacji rządu włoskiego; a (ii) 80 % ze stopą zwrotu 30-letnich obligacji rządu włoskiego), Włochy uznały, że warunek wiążący różni się od obowiązku bezpośredniego inwestowania w obligacje rządu włoskiego, ponieważ w przypadku bezpośredniego inwestowania inwestor ma swobodę wyboru obligacji i zarządzania nimi.

⁽²¹⁾ Model VaR, punkt odjęcia – 10 lat.

⁽²²⁾ Duracja Macaulaya to średnia ważona okresów pojawiania się przepływów pieniężnych, przy czym waga każdego przepływu jest ustalana poprzez podzielenie bieżącej wartości danego przepływu przez sumę bieżących wartości wszystkich przepływów. Wartość ta jest mierzona w latach.

⁽²³⁾ Model deprecjacji liniowej, punkt odjęcia – 10 lat.

⁽²⁴⁾ W pismach otrzymanych od Włoch terminy „czas trwania” i „średni okres trwania” są często stosowane zamiennie, choć mogą się odnosić do różnych pojęć. Nie ma to wpływu na ocenę przeprowadzoną w niniejszej decyzji.

3.2.7. Zgodność wynagrodzenia wypłacanego PI za środki z pocztowych rachunków bieżących zdeponowane na rachunku Skarbu Państwa z wartościami rynkowymi

- (65) Stopa oprocentowania pożyczki była zgodna z wartościami rynkowymi, ponieważ środki zdeponowane na rachunku Skarbu Państwa miały charakter długoterminowy. Było tak dlatego, że warunek wiążący nie był ograniczony w czasie, a środki zgromadzone na pocztowych rachunkach bieżących klientów PI i zdeponowane na rachunku Skarbu Państwa były stabilne. Ponadto Włochy uznały, że istnienie warunku wiążącego uniemożliwiało PI zastosowanie aktywnego zarządzania środkami, które potencjalnie mogło być korzystniejsze. Włochy utrzymują, że w przypadku braku warunku wiążącego PI mogłaby inwestować 10 % płynnych środków w obligacje krótkoterminowe, a 90 % w długoterminowe.
- (66) Odnośnie do zgodności stopy procentowej dla PI z wartościami rynkowymi Włochy przedstawiły opinie audytorów PI oraz pisma o braku zastrzeżeń od banków prywatnych i konsultantów. Audytorzy PI stwierdzili, że środki zgromadzone na pocztowych rachunkach bieżących były ze względu na swoje cechy oraz tempo wzrostu środkami stabilnymi. W opinii banków prywatnych i konsultantów ⁽²⁵⁾ wysokość zwrotu uzyskanego przez PI ze środków zgromadzonych na pocztowych rachunkach bieżących i zdeponowanych na rachunku Skarbu Państwa była podobna do rynkowej wartości zwrotów, które PI mogłaby uzyskać dzięki realizacji odpowiednich strategii zarządzania inwestycjami i ryzykiem.

3.2.7.1. Porównanie ze zwrotami uzyskiwanymi z produktów Poste Vita

- (67) Włochy utrzymują, że wynagrodzenie uzyskane przez PI ze środków zdeponowanych na rachunku Skarbu Państwa było zgodne z wynagrodzeniem uzyskiwanym z inwestowanych środków przez Poste Vita. Włochy twierdzą, że polisy na życie są produktami porównywalnymi z pocztowymi rachunkami bieżącymi oraz że średnia stopa procentowa dla zainwestowanych dochodów z tych produktów (np. *Posta Più*) wyniosła w latach 2002–2006 4,68 %, co odpowiada stopie wynikającej z umowy (4,55 %).
- (68) W opinii Włoch pocztowe rachunki bieżące i polisy na życie są podobnymi produktami finansowymi, ponieważ mimo że rachunek bieżący stanowi produkt krótkoterminowy, to w praktyce jest podobny do średnioterminowego produktu finansowego, z gwarantowanym minimalnym kapitałem i stopą zwrotu.

3.2.7.2. Porównanie z La Banque Postale

- (69) Według Włoch strategia ALM przyjęta przez francuski bank *La Banque Postale* była oparta na tym samym rodzaju modelu statystycznego, jak ten, którego w okresie objętym oceną używała PI.
- (70) W modelu tym wyróżnia się stabilny i zmienny komponent środków zgromadzonych na pocztowych rachunkach bieżących. Środki o charakterze stabilnym są inwestowane w obligacje państw OECD, a środki o charakterze zmiennym w krótkoterminowe instrumenty obligacji. W 2005 r. zwrot ze środków na rachunkach bieżących *La Banque Postale*, inwestowanych zgodnie z powyższym modelem, wyniósł 4,4 % (w porównaniu z 3,9 % przewidzianymi w umowie).
- (71) W szczególności przykład *La Banque Postale* pokazuje, że stosując ostrożne podejście ALM przez średnio 5 lat, można osiągnąć wyższe zwroty z inwestycji niż te określone w umowie.

3.2.7.3. Porównanie z innymi alternatywnymi strategiami inwestowania (aktywne zarządzanie środkami).

- (72) W celu wykazania, że wynagrodzenie określone w umowie nie dawało PI żadnych korzyści, Włochy przekazały Komisji opracowanie przygotowane przez [...].
- (73) Opracowanie przygotowane przez [...] zawierało następującą analizę:
- Wynagrodzenie wypłacane PI przez Skarb Państwa można uznać za uczciwe, ponieważ:
 - Oczekiwany czas trwania bazy takich depozytów, pomniejszony o komponent, który teoretycznie jest bardziej zmienny, jest wyjątkowo długi, prawie nieskończony.
 - Na mocy ustawy cechy takich depozytów przechodzą na środki przekazywane do Skarbu Państwa
 - Indeksacja przez Skarb Państwa jest oparta na 12-miesięcznych bonach skarbowych dla 10 % środków (najbardziej zmiennych), na 10-letnich obligacjach rządu włoskiego dla 10 % środków (składnik, który przy bardziej konserwatywnych założeniach mógłby potencjalnie zmniejszać się z upływem czasu) oraz na 30-letnich obligacjach rządu włoskiego dla 80 % środków.
 - Warunek wiążący uwypukla trwały charakter relacji między PI a Skarbem Państwa.

⁽²⁵⁾ Pismo z dnia [...], pismo z dnia [...], pismo z dnia [...], pismo z dnia [...], pismo z dnia [...].

- 5) Ograniczenia nałożone na PI jako deponenta uwzględniały ukryte koszty i obciążenia:
- a) W świetle trwałego obowiązku PI do deponowania środków na rachunku Skarbu Państwa środków tam zdeponowanych nie można uznać za aktywa krótkoterminowe wolne od ryzyka.
 - b) PI nie ma możliwości realizacji strategii aktywnego zarządzania środkami (analiza ilościowa przeprowadzona przez [...] w celu ustalenia powiązanych z tym kosztów).
- b) Porównanie marży odsetkowej PI z marżą odsetkową porównywalnych banków z sektora prywatnego wykazało, że koszty PI związane z depozytami od klientów detalicznych odpowiadają kosztom ponoszonym przez banki z sektora prywatnego. Ponadto marża odsetkowa banków z sektora prywatnego uzyskiwana z depozytowego składnika ich finansowania jest znacznie wyższa niż marża PI, co w opinii [...] stanowi dowód, że PI nie otrzymała żadnej pomocy państwa.
- c) Porównanie niedopasowania między okresem zapadalności aktywów i zobowiązań PI z sytuacją jej odpowiedników z sektora prywatnego wykazało, że według ostrożnych szacunków odsetek depozytów PI o „praktycznie nieskończonym” charakterze wynosi co najmniej 60,8 % wszystkich środków. Zgodnie z umową PI wykorzystuje dochody ze swojej bazy depozytów do finansowania aktywów długoterminowych, takich jak depozyty na rachunku Skarbu Państwa. W celu ustalenia, jak postępują banki z sektora prywatnego, przeanalizowano finanse banków specjalizujących się w inwestowaniu w sektorze publicznym (takich jak Dexia, Depfa etc.). Wzorzec postępowania tych banków jest podobny. W rzeczywistości około 50 % finansowania tych banków pochodzi ze środków średnio- do długoterminowych, a pozostała część z transakcji repo z EBC oraz depozytów międzybankowych, a pozyskane środki są inwestowane w całości w nie płynne instrumenty sektora publicznego emitowane przez rządy albo władze lokalne, zazwyczaj o terminie zapadalności od 10 do 50 lat.
- d) Celem analizy ilościowej było udowodnienie korzyści osiągniętych dzięki aktywnemu zarządzaniu aktywami opartemu na inwestycjach PI w portfel obligacji rządów krajów europejskich począwszy od marca 2007 r. Analiza opiera się na dwóch elementach, z których pierwszy to analiza wyników możliwych do osiągnięcia w przeszłości, a drugi to analiza przyszłych zmian:
- 1) [...] zastosował wstecznie dwie strategie aktywnego zarządzania środkami do portfela depozytów PI, z których jedna wiąże się z czasem trwania podobnym do czasu trwania portfela będącego przedmiotem analizy [...] zgodnie z metodą VaR (zwanego dalej „portfelem benchmarkowym”), druga zaś (zwana dalej „strategią taktyczną”) wykorzystuje te same kryteria i ograniczenia inwestycyjne, które obecnie stosuje PI. Ta druga strategia jest oparta na automatycznym modelu ilościowym. Zwrot, jaki PI osiągnęłaby w ciągu ostatnich 10 lat, stosując strategię taktyczną, byłby wyższy od dochodu wynikającego z umowy za ten sam okres o około 1,62 % (jednak nie biorąc pod uwagę kosztów transakcji). Zwrot z dwóch lat 2005–2006 byłby natomiast niższy (2,45 %) niż zwrot wynikający z umowy (4,14 %).
 - 2) Analizując możliwą sytuację w przyszłości, [...] zidentyfikował pewne rozwiązania w zakresie zarządzania środkami, które PI mogłaby wdrożyć, żeby osiągnąć dodatkowe zwroty z pasywnych inwestycji w obligacje rządowe, nie ponosząc przy tym dodatkowego ryzyka. Jako dowód na skuteczność tych strategii w opracowaniu przygotowanym przez [...] w sposób szczegółowy opisano następujące możliwości:
 - a) strategię oparte na sprzedaży opcji kupna obligacji rządowych, które dałyby dodatkowy zysk w 2008 r. w wysokości [...];
 - b) stworzenie syntetycznej obligacji z obligacji rządów państw strefy euro, co dałoby dodatkowy zysk w 2008 r. w wysokości [...];
 - c) zarządzanie częścią istniejących zysków kapitałowych osiągniętych z portfela inwestycyjnego, co dałoby dodatkowy zysk w 2008 r. w wysokości [...] oraz
 - d) zamiana obligacji w portfelu, co dałoby dodatkowy zysk w 2008 r. w wysokości [...].
- (74) Włochy wyjaśniły, że porównanie wynagrodzenia za depozyty na rachunku Skarbu Państwa z wynagrodzeniem osiąganym dzięki strategiom aktywnego zarządzania środkami musiało obejmować dłuższy horyzont czasowy (10 lat) w celu pełnego uwzględnienia całego cyklu gospodarczego. Z tego właśnie powodu [...] porównał zwrot wynikający z umowy ze zwrotami z alternatywnych strategii osiągniętymi przez okres 10 lat, a nie przez krótszy czas. Wraz ze wzrostem stóp procentowych portfele o stopie stałej mają gorsze wyniki niż portfele o stopie zmiennej, natomiast przy spadku stóp procentowych sytuacja jest odwrotna.

- (75) Według Włoch w 10-letnim horyzoncie czasowym można porównywać portfele inwestycyjne oparte na stopach zmiennych z portfelami opartymi na stopach stałych ze względu na równoważenie się zysków i strat kapitałowych. W rzeczywistości w okresie 10 lat zwroty z portfela o stałej stopie zazwyczaj odpowiadają zwrotom z portfela o stopie zmiennej. Aktywne zarządzanie środkami zapewnia lepsze zwroty niż inwestycje pasywne (oparte na parametrach), takie jak ta określona w umowie (tj. zwrot uzyskany z portfela benchmarkowego w ciągu 5 lat, obliczony przez [...] odpowiada zwrotowi wynikającemu z umowy, przy czym czas osiągnięcia tego drugiego jest znacznie dłuższy).
- (76) Według Włoch Komisja powinna dokonać rozróżnienia między ryzykiem krótko- i długoterminowym. Jest prawdą, że wartość 10-letnich papierów wartościowych z oprocentowaniem stałym może się bardzo zmieniać w perspektywie krótkoterminowej, jednak w okresie pełnych 10 lat obligacje o stałym oprocentowaniu dają bardzo pewną stopę zwrotu (ze względu właśnie na oprocentowanie stałe). W sumie, w okresie 10 lat zwroty z portfela o oprocentowaniu stałym zazwyczaj odpowiadają zwrotom z portfela o oprocentowaniu zmiennym, przy czym te drugie są w rzeczywistości obciążone większym ryzykiem (ze względu na coroczne zmiany w zwrocie z odsetek).
- (77) Ponadto rzeczywiste alternatywne strategie inwestowania, które są elastyczne i umożliwiają korzystanie z wszystkich możliwych instrumentów finansowych dostępnych na rynku, dają większe możliwości osiągnięcia lepszych wyników niż inwestycje pasywne, takie jak ta określona w umowie.
- (78) Włochy podkreśliły także, że w chwili zawierania umowy między PI a Skarbem Państwa przyszłe tendencje zmian wysokości stóp procentowych nie były znane. Według Włoch decyzja o wykorzystaniu w umowie parametrów zmiennych była z ekonomicznego punktu widzenia uzasadniona, ponieważ takie rozwiązanie było sprawiedliwe dla obu stron: PI i Skarbu Państwa. Dzięki możliwości zmiany umowy po trzech latach i wypowiedzenia jej co rok każda ze stron umowy mogła wycofać się z porozumienia, w przypadku gdyby wynagrodzenie stało się dla niej niesprawiedliwe lub nieodpowiadające warunkom rynkowym ze względu na zmiany stóp procentowych.
- (79) Opracowanie autorstwa [...] pokazuje także, że warunek wiążący był dla PI źródłem kosztów i ryzyka utraconych możliwości, ponieważ ograniczał on spektrum opcji inwestowania. Środki zdeponowane na rachunku Skarbu Państwa były obciążone wyłącznie ryzykiem kredytowym Włoch, co uniemożliwiało PI poszukiwanie zróżnicowanych możliwości inwestowania na rynku obligacji rządów europejskich. Ponadto obok ryzyka kredytowego istniało ryzyko utraty płynności ze względu na długoterminowość depozytu bez możliwości wcześniejszego wycofania środków.
- (80) Włochy uzasadniają porównywalność mechanizmu określonego w umowie (opartego na zmiennych stopach procentowych) i modeli ilościowych wykorzystanych przez [...], których celem było wykazanie korzyści z aktywnego zarządzania aktywami (opartego na stałych stopach procentowych), tym, że przewidywanie stałych stóp procentowych jest zwyczajową praktyką uczestników rynku obracających obligacjami, a od 2007 r. także praktyką stosowaną przez PI. Włochy twierdzą również, że porównanie mechanizmu określonego w umowie z modelami ilościowymi wykorzystanymi przez RBS należy analizować bardziej w kontekście porównania pasywnego i aktywnego zarządzania środkami niż różnic między dwoma mechanizmami wynagradzania opartymi na stałych i na zmiennych stopach procentowych.
- (81) Wreszcie Włochy podnoszą, że mechanizm określony w umowie oparty na wynagrodzeniu ustalonym na podstawie oprocentowania papierów krótkoterminowych w odniesieniu do zmiennego komponentu środków zdeponowanych na rachunku Skarbu Państwa stanowi właściwe oszacowanie rzeczywistego ryzyka związanego z płynnością ponoszonego przez Skarb Państwa.

3.2.8. Komentarze do uwag ABI

- (82) Według Włoch stopa odsetek od depozytów na rachunku Skarbu Państwa nie mogła być stopą krótkoterminową (np. stopą procentową 12-miesięcznych bonów skarbowych) ze względu na stabilność depozytów.
- (83) Włochy wskazały, że przyjęcie 2005 r. jako roku odniesienia (jak zrobiło to ABI) doprowadziło do nieprawidłowych wyników analizy, ponieważ w 2005 r. stopa procentowa krótkoterminowych bonów skarbowych była na najniższym poziomie.
- (84) Jeśli chodzi o porównanie przeprowadzone przez ABI dotyczące wynagrodzenia uzyskanego przez CDP za płynne środki zdeponowane na rachunku Skarbu Państwa (wynagrodzenie równe sześciomiesięcznej stopie zmiennej liczonej jako zwykła średnia arytmetyczna stopy zwrotu brutto z sześciomiesięcznych bonów skarbowych oraz miesięcznego wskaźnik Rendistato), Włochy twierdzą, że PI nie może być porównywana z CDP, ponieważ CDP jest spółką różniącą się od PI pod względem struktury, specyfiki prowadzonej działalności, celów biznesowych, rodzajów dokonywanych operacji, organizacji i strategii inwestycyjnych. Włochy utrzymują także, że skoro miesięczny wskaźnik Rendistato odzwierciedla stopę średnio-/długoterminową, to opinia ABI, że wynagrodzenie za płynne środki PI zdeponowane na rachunku Skarbu Państwa powinno być ustalone zgodnie z parametrami krótkoterminowymi, zawiera w sobie sprzeczność.

- (85) Ponadto Włochy twierdzą, że ze względu na unikalny charakter depozytów na rachunku Skarbu Państwa trudno jest znaleźć pojedynczy instrument, mogący służyć za ich substytut. Jednakże ze względu na stabilność pocztowych rachunków bieżących depozyty tych środków na rachunku Skarbu Państwa można w przeważającej mierze uznać za porównywalne do środków zgromadzonych za pośrednictwem obligacji długoterminowych. Stabilny charakter pocztowych rachunków bieżących sprawia, że ich porównanie z krótkoterminowymi (12-miesięcznymi) bonami skarbowymi jest nieuzasadnione.

4. Ocena środka

4.1. Istnienie pomocy

- (86) Aby ustalić, czy środek stanowi pomoc państwa w rozumieniu art. 107 ust. 1 TFUE, Komisja musi ustalić, czy (i) środek jest realizowany przez państwo lub z zasobów państwowych; (ii) czy środek daje korzyść gospodarczą; (iii) czy środek może zakłócić konkurencję, faworyzując niektóre przedsiębiorstwa lub produkcję niektórych towarów; a także (iv) czy środek wpływa na handel między państwami członkowskimi. Wszystkie powyższe warunki muszą być spełnione, aby środek mógł zostać uznany za pomoc państwa w rozumieniu art. 107 ust. 1 TFUE.
- (87) Wyrokiem z 2013 r. Sąd unieważnił decyzję z 2008 r. Sąd stwierdził w szczególności, że Komisja, uznając na podstawie istnienia dodatniej różnicy między stopą określoną w umowie a stopą dla ostrożnego prywatnego kredytobiorcy, że oceniany środek stanowi pomoc państwa, popełniła oczywisty błąd. W celu wykazania, że środek rzeczywiście przyniósł PI korzyść gospodarczą, Komisja powinna była jasno wykazać, że w przypadku braku warunku wiążącego PI nie byłaby w stanie uzyskać wyższego lub takiego samego zwrotu w porównaniu ze stopą określoną w umowie, inwestując depozyty z pocztowych rachunków bieżących w instrumenty na rynku finansowym.
- (88) W związku z tym niniejsza ocena skupia się na zbadaniu, czy zaistniała korzyść gospodarcza, ponieważ jeżeli takiej korzyści nie było, środek nie stanowi pomocy państwa w rozumieniu art. 107 ust. 1 TFUE.
- (89) Komisja uważa, że podczas porównywania warunków umowy z alternatywnymi inwestycjami dostępnymi dla PI w przypadku braku warunku wiążącego powinno się odpowiednio uwzględnić ryzyko, jakim obarczone są te inwestycje, oraz interakcję tego ryzyka z innymi rodzajami ryzyka wynikającymi z zobowiązań PI (tj. zagregowanymi depozytami klientów) z perspektywy zintegrowanego zarządzania aktywami/zobowiązaniami. Stąd porównanie należy przeprowadzić albo między zwrotem możliwym do uzyskania zgodnie z umową a zwrotem z inwestycji o podobnym poziomie ryzyka, jak ryzyko wynikające z umowy, albo między zwrotami skorygowanymi o parametry ryzyka.
- (90) Komisja podkreśla, że analiza możliwej korzyści odniesionej przez PI wynikającej z umowy musi być przeprowadzona *ex ante*. Wysokość zwrotów możliwych do uzyskania z alternatywnych inwestycji należy oszacować na podstawie informacji dostępnych stronom umowy w chwili jej podpisywania.
- (91) W pierwszej kolejności Komisja zweryfikowała opisane w punkcie 3.2.7 porównania przedstawione przez Włochy. Włochy twierdzą, że w porównaniu ze zwrotem określonym w umowie alternatywne inwestycje, które PI mogłyby poczynić w przypadku braku warunku wiążącego, dawały podobne lub wyższe zwroty, co stanowi dowód na to, że umowa nie dawała PI żadnej korzyści. Komisja uznała, że nie ma dowodów na to, że z perspektywy ponoszonego ryzyka proponowane alternatywne inwestycje są porównywalne do inwestycji wynikających z umowy. W efekcie nie mogą one być podstawą oceny opisanej przez Sąd, ponieważ nie można na ich podstawie wyciągnąć uzasadnionego wniosku co do ewentualnej korzyści odniesionej przez PI w związku z umową.
- Przedstawiając analizę porównawczą działalności ubezpieczeniowej PI (zob. motywy 67–68), Włochy utrzymują, nie przedstawiając jednak wystarczających dowodów, że polisy ubezpieczenia na życie są porównywalne do pocztowych rachunków bieżących i że ryzyko, jakim są obciążone inwestycje środków z tych produktów jest porównywalne do ryzyka wynikającego z umowy.

- W analizie porównawczej strategii inwestycyjnej *La Banque Postale* (zob. motywy 69–71) Włochy nie przedstawiły dowodów na to, że profil zobowiązań *La Banque Postale* odpowiada profilowi PI albo że profil inwestycyjny *La Banque Postale* jest podobny do profilu inwestycyjnego PI wynikającego z umowy.
 - W analizie porównawczej innych strategii inwestycyjnych, opisanych w opracowaniu [...] (zob. motywy 72–81), profil zobowiązań PI jest uwzględniony prawidłowo, zgodnie z oceną przeprowadzoną przez [...] (zob. motywy 53–58); przedstawiono także syntetyczną miarę ryzyka, tj. zmienność zwrotu. Komisja zauważyła jednak, że proponowane alternatywne inwestycje są obciążone innymi poziomami ryzyka niż poziom ryzyka wynikający z umowy i w związku z tym zwrot z tych alternatywnych inwestycji, jeśli nie został skorygowany pod względem ryzyka, nie może być porównywany ze zwrotami wynikającymi z umowy.
- (92) Włochy twierdziły także, że brak jakiegokolwiek korzyści dla PI *ex ante* wynikał z tego, że zarówno PI, jak i państwo włoskie mogły co roku wypowiedzieć umowę, w przypadku gdyby wynagrodzenie stało się niesprawiedliwe (zob. motyw 78). Komisja uznała jednak, że istnienie takiej możliwości nie wykluczało istnienia potencjalnej korzyści dla PI. Możliwość wypowiedzenia nie dotyczyła pierwszego roku, a państwo włoskie nie miało żadnego obowiązku skorzystać z tej możliwości w następnych latach, nawet jeśli byłoby to dogodne rozwiązanie.
- (93) Na podstawie powyższego Komisja uważa, że argumenty przedstawione przez Włochy nie są wystarczające do wyciągnięcia uzasadnionego wniosku co do tego, czy umowa dała PI korzyść czy nie. Następnie Komisja przeprowadziła ocenę niniejszej sprawy w sposób wskazany przez Sąd. W tym celu Komisja oszacowała spodziewany stosunek zwrotów do ryzyka możliwy do osiągnięcia przy zastosowaniu szeregu alternatywnych strategii inwestycyjnych, które w przypadku braku warunku wiążącego byłyby dostępne dla PI. Jako wsparcie merytoryczne w tej analizie Komisja wybrała w przetargu Uniwersytet w Perugii. Eksperci z tego uniwersytetu przygotowali w listopadzie 2015 r. opinię („opinia ekspertów”).

4.2. Podsumowanie opinii ekspertów

- (94) W opinii ekspertów przeanalizowano inwestycje dokonane przez PI zgodnie z warunkiem wiążącym, których wysokość zwrotu wynika z umowy, oraz potencjalne alternatywne rynkowe strategie inwestowania, które PI mogłaby rozważyć w przypadku braku warunku wiążącego w latach 2005–2007 w celu ulokowania środków zgromadzonych na pocztowych rachunkach bieżących. W opinii oszacowano także profil ryzyka i zwrotu dla tych dwóch opcji, uwzględniając tylko te informacje, do których PI miała dostęp w czasie inwestowania.
- (95) Opinia ekspertów zawiera symulację spodziewanych zmian w zobowiązaniach PI (tj. depozytach) wraz z upływem czasu. Ponieważ zobowiązania te stanowią roszczenia przysługujące deponentom, PI może inwestować tylko te środki, które nie są przez deponentów wypłacane. W związku z tym eksperci oszacowali tzw. wzorce zmian w zobowiązaniach („LP”), które służą do przewidywania, jakie kwoty środków PI będzie miała do dyspozycji na inwestycje w danym okresie. Dla celów tego oszacowania w opinii dokonano rozróżnienia między stabilnym i zmiennym komponentem zobowiązań. Zgodnie z szacowanym LP tylko środki z komponentu stabilnego mogą być inwestowane w aktywa o krótkim lub długim terminie zapadalności.
- (96) W opinii ekspertów rozważono dwa wzorce zmian w zobowiązaniach, LP1 i LP2, różniące się traktowaniem stabilnego komponentu środków (czyli tej części środków, które zgodnie z założeniami modelu nie będą wypłacane w ciągu następnych 30 lat). W obu scenariuszach opinia ekspertów zakłada, że całkowita kwota zgromadzonych środków będzie się z czasem zmniejszać ze względu na wypłacanie depozytów z rachunków bieżących. We wzorcu LP1 wypływy z przewidywanym według modelu terminem zapadalności dłuższym niż 30 lat są rozłożone proporcjonalnie na okres 30 lat. We wzorcu LP2 wszystkie wypływy z przewidywanym według modelu terminem zapadalności dłuższym niż 30 lat są zaplanowane w 30. roku. Zgodnie z założeniami opinii ekspertów różnica jest znaczna, ponieważ według modelu około 60 % wszystkich depozytów ma przewidywaną datę wypływu po 30 latach. Na tej podstawie we wzorcu LP1 wypływy są rozłożone równomiernie od roku pierwszego do 30., natomiast we wzorcu LP2 jedynie 40 % wypływów jest przewidziane między pierwszym a 30 rokiem, a 60 % przypada dopiero na rok 30.

- (97) Co do kwestii, który z tych dwóch wzorców zmian w zobowiązaniach jest bardziej odpowiednim założeniem, autorzy opinii twierdzą, że jest to wzorzec mniej konserwatywny, czyli LP2. Na poparcie tego wniosku przytoczono argument, że PI różni się od typowych banków komercyjnych pod następującymi względami: (i) PI nie podlega ostrożnościowym regulacjom obowiązującym banki, w tym między innymi wymogowi wyższego poziomu kapitału na inwestycje długoterminowe; oraz (ii) PI nie jest narażona na takie samo ryzyko masowych wypłat i kryzysu płynnościowego, na jakie są narażone zwykłe banki, ponieważ duży odsetek inwestorów uważa PI za instytucję tożsamą z państwem włoskim. W opinii ekspertów stwierdzono, że takie postrzeganie PI oznacza, że inwestorzy spodziewają się, iż w przypadku kryzysu płynnościowego państwo włoskie byłoby zmuszone do sfinansowania niewypłacalności PI, aby uniknąć efektu domina prowadzącego do pogorszenia wiarygodności całego zadłużenia publicznego.
- (98) Komisja zauważa, że w opinii stwierdzono, iż środki deponowane przez PI na rachunku Skarbu Państwa nie miały *de facto* charakteru zobowiązań krótkoterminowych. A taki właśnie sposób postrzegania charakteru tych środków sugerowało ABI, argumentując, że wynagrodzenie za depozyty na rachunku Skarbu Państwa powinno odzwierciedlać ich krótkoterminowy charakter (zob. motyw 45). Z drugiej strony Komisja zauważa, że długoterminowy charakter środków zdeponowanych przez PI na rachunku Skarbu Państwa, jak wynika to z oceny przedstawionej w opinii ekspertów, nie jest wystarczającym dowodem na nieistnienie pomocy państwa. W ocenie, której przeprowadzenie jest wymagane w świetle wyroku z 2013 r., aby ustalić, czy dzięki przedmiotowemu środkowi PI uzyskała korzyść, należy przeprowadzić racjonalne porównanie stosunku zwrotu z inwestycji do ryzyka w dwóch sytuacjach: przy obowiązywaniu warunku wiążącego i przy założeniu jego braku.
- (99) W tym celu w opinii ekspertów sporządzono model służący do obliczeń dynamiki zmian stóp procentowych umożliwiający obliczanie cen obligacji na podstawie krzywej rentowności stóp procentowych w dowolnej chwili w przeszłości. W opinii przeanalizowano trzy scenariusze zmian stóp procentowych: stały (stabilny) poziom, wzrost i spadek stóp procentowych w porównaniu z krzywą rentowności w okresie obowiązywania umowy.
- (100) Następnie zbadano charakter stosunku ryzyka do zwrotu z rzeczywistych inwestycji zrealizowanych przez PI zgodnie z warunkiem wiążącym, których zwroty wynikały z umowy. W tym przypadku ryzyko wynika w całości ze zmian stopy procentowej wpływających na ceny obligacji, na podstawie których obliczano właściwą stawkę wynagrodzenia wynikającą z umowy, i ryzyko to jest bardzo niskie. W istocie, poziom ryzyka dla scenariusza stałego poziomu, scenariusza wzrostu i scenariusza spadku stóp wynosi odpowiednio 0,11 %, 0,17 % i 0,06 %.
- (101) Jeśli chodzi o dostępne strategie inwestycyjne, PI mogła inwestować tylko w rządowe papiery wartościowe strefy euro, które w momencie inwestycji miały rating na poziomie inwestycyjnym. Zgodnie z tym eksperci przeanalizowali strategie oparte na obligacjach rządu włoskiego o różnych terminach zapadalności oraz – dla porównania – strategię opartą na obligacjach skarbowych strefy euro.
- (102) Podczas analizy dostępnych strategii inwestycyjnych w opinii ekspertów rozważono dwa główne rodzaje ryzyka: ryzyko wynikające z luki między terminem zapadalności aktywów posiadanych przez PI (obligacji rządu włoskiego) a terminem zapadalności jej zobowiązań (depozytów) oraz ryzyko niewykonania zobowiązań przez państwo włoskie.
- (103) Luka lub niedopasowanie między okresem zapadalności aktywów i zobowiązań tworzy ryzyko utraty płynności (tj. ryzyko, że w danym momencie PI nie będzie miała wystarczającej ilości płynnych środków na wypłaty dla deponentów). Ryzyko to jest jednak ograniczone, jeśli aktywa (tj. obligacje rządu włoskiego) łatwo sprzedać. Jeżeli PI byłaby zmuszona sprzedać te obligacje przed upływem ich terminu zapadalności, ich cena rynkowa zależałaby od stopy procentowej obowiązującej w danym momencie, co naraziłoby PI na ryzyko stopy procentowej prowadzące do potencjalnego zysku kapitałowego lub straty. Ryzyko to jest w opinii ekspertów wyraźnie przedstawione w modelowaniu.
- (104) Co do ryzyka niewykonania zobowiązań przez państwo włoskie w opinii podkreślono, że zgodnie z umową ryzyko związane z niewypłacalnością państwa ponosi także PI. W związku z tym w opinii uznano, że wykorzystanie w modelu obligacji rządu włoskiego pozwala uwzględnić to samo ryzyko niewykonania zobowiązań przez państwo w obu strategiach, a zatem przedstawiono porównanie podobnych założeń bez bezpośredniego ich modelowania.
- (105) W opinii przeanalizowano pięć różnych strategii:
- Pierwsza strategia to podejście typu „kupić i zachować”. Zgodnie z tą strategią PI nabywa obligacje rządu włoskiego i zachowuje je do terminu zapadalności. W opinii założono, że obligacje rządowe są dostępne ze wszystkimi terminami zapadalności (tj. na każdy okres czasu), a ich ceny zmieniają się zgodnie z obliczoną na podstawie modelu krzywą rentowności. Ponieważ możliwe jest nabycie obligacji tak, by ich terminy zapadalności odpowiadały dokładnie terminowi zapadalności aktywów, strategia ta umożliwia idealne dopasowanie terminów zapadalności aktywów i zobowiązań, co całkowicie eliminuje ryzyko związane ze zmianą stóp procentowych.

- Druga strategia jest podobna, z tym że zakłada się, że obligacje nie są dostępne z wszystkimi terminami zapadalności. W takiej sytuacji PI ponosi pewne ryzyko stopy procentowej, ponieważ można spodziewać się wpływów depozytów w okresach, w których nie ma na rynku obligacji z odpowiadającym im terminem zapadalności, które mogłyby te wpływy pokryć. Stąd PI mogłaby być zmuszona do zainwestowania w obligacje z dłuższym terminem zapadalności, które następnie musiałaby sprzedać przed tym terminem, aby pokryć spodziewane wpływy depozytów, z czym z kolei wiąże się możliwość wystąpienia strat lub zysków kapitałowych.
 - Trzecia strategia także polega na nabywaniu obligacji, a następnie ich zachowywaniu, jednak w tym podejściu zachowuje się dobrowolną strategiczną lukę między terminami zapadalności obligacji i depozytów. Luka ta powstaje przez to, że PI inwestuje w aktywa o terminie zapadalności dłuższym niż przewidywany termin wypłat depozytów. W tym scenariuszu PI akceptuje ryzyko stopy procentowej związane z koniecznością sprzedaży obligacji w celu pokrycia odpowiadającego jej żądania wypłaty depozytu w chwili zgłoszenia takiego żądania, ponieważ w zamian może uzyskać wyższą stopę zwrotu z obligacji o dłuższym terminie zapadalności.
 - Czwarta strategia jest strategią dynamiczną, w której PI aktywnie nabywa i sprzedaje obligacje. W szczególności PI inwestuje wszystkie środki zgromadzone na pocztowych rachunkach bieżących w obligację o danym terminie zapadalności (rozważano obligacje pięcioletnie-, dziesięcioletnie- i dwudziestoletnie) i sprzedaje ją po 15 dniach, a uzyskane w ten sposób dochody ponownie inwestuje w kolejną obligację o takim samym terminie zapadalności (tj. nowo nabyta obligacja ma termin zapadalności 15 dni po terminie pierwszej sprzedanej obligacji). Biorąc pod uwagę fakt, że wpływ depozytów jest uwzględniany tylko na koniec danego roku, zakłada się, że kwota zainwestowana w danym roku jest stała pod względem wpływów, a fluktuacje są spowodowane wyłącznie zmianami stóp procentowych. Z tego względu roczne stopy zwrotu otrzymane przy zastosowaniu tej strategii są niezależne od wzorców zmian w zobowiązaniach.
 - W opracowaniu przeanalizowano także piątą strategię, zgodnie z którą PI inwestuje wszystkie środki w długoterminowe obligacje skarbowe strefy euro. Są to obligacje skarbowe strefy euro (a nie tylko obligacje rządu włoskiego) o terminie zapadalności powyżej 10 lat. Ta strategia różni się od poprzednich pod względem ryzyka, ponieważ podstawowe ryzyko kredytowe nie jest związane tylko z obligacjami rządu włoskiego, ale z różnymi obligacjami skarbowymi strefy euro. W celu uwzględnienia tego dodatkowego ryzyka dokonano dodatkowych założeń przy modelowaniu. Podobnie jak w poprzedniej strategii wpływ depozytów jest uwzględniany tylko na koniec danego roku, więc roczne stopy zwrotu są niezależne od wzorców zmian w zobowiązaniach.
- (106) W opinii przedstawiono symulacje dla pięciu strategii inwestycyjnych opisanych powyżej. Dla wszystkich strategii poza strategią inwestowania w obligacje skarbowe strefy euro profil ryzyka i zwrotu oszacowano pod kątem trzech różnych scenariuszy zmian stóp procentowych: stałego poziomu, wzrostu i spadku.
- (107) W opinii ekspertów zbadano także, jaką strategią inwestycyjną stosowała PI po tym, jak w 2007 r. warunek wiążący przestał mieć zastosowanie do środków na rachunkach pocztowych. Wskazano, że środki zostały zainwestowane w pięcioletnie obligacje skarbowe strefy euro, zatem obliczono stosunek ryzyka do zwrotu z takiej inwestycji na podstawie opracowanego modelu. Zgodnie z wnioskiem z opinii nie była to strategia optymalna, ponieważ charakteryzował ją niższy zwrot przy wyższym ryzyku (0,65 %) niż można byłoby osiągnąć, stosując jedną z alternatywnych strategii inwestowania.
- (108) Po oszacowaniu profili ryzyka i zwrotu dla wszystkich strategii inwestycyjnych eksperci wykorzystali model wyceny portfela inwestycyjnego w celu ustalenia, czy inwestycje, które PI musiała zrealizować zgodnie z warunkiem wiążącym i z których zwrot był określony w umowie, rzeczywiście przyniosły PI korzyść (tj. czy zwrot z inwestycji wynikający z umowy, przy uwzględnieniu ryzyka danej inwestycji, był wyższy niż zwroty, które można było uzyskać z alternatywnych inwestycji o takim samym poziomie ryzyka).
- (109) W tym celu w opinii połączono cechy stosunku ryzyka do zwrotu dla wszystkich dostępnych alternatywnych inwestycji w pojedynczą funkcję inwestycyjną wyrażającą możliwy do uzyskania rynkowy zwrot jako funkcję podjętego ryzyka. Jeżeli cechy stosunku ryzyka do zwrotu określone dla umowy miałyby leżeć powyżej wykresu tej funkcji (tj. zgodnie z umową PI osiągnęłyby wyższy zysk niż zysk możliwy do osiągnięcia na rynku, przy analogicznym ryzyku), wówczas wskazywałoby to, że PI odniosła korzyść z umowy.
- (110) W oparciu o powyższe rozważania autorzy opinii doszli do wniosku, że wyższe zwroty na podstawie umowy PI uzyskałaby tylko w przypadku konserwatywnego wzorca zmian w zobowiązaniach (LP1) oraz tylko przy założeniu wzrostu stóp procentowych. W tym scenariuszu, uwzględniając fakt, że PI była później gotowa zaakceptować ryzyko na poziomie 0,65 %, korzyść ta byłaby równa jedynie 0,29 punktu procentowego. W przypadku wzorca LP2 nie odnotowano żadnej korzyści w odniesieniu do żadnego ze scenariuszy zmian stóp procentowych.

4.3. Ocena opinii ekspertów przez Komisję

- (111) Komisja uważa, że pod względem konkretnych założeń czy też interpretacji przedstawionych w opinii niektóre scenariusze są bardziej prawdopodobne od pozostałych. Komisja w szczególności nie zgadza się z zastosowaniem wzorca zmian w zobowiązaniach LP2.
- (112) Komisja zauważa, że w opinii wykorzystano wyłącznie informacje dostępne przed zawarciem umowy, zgodnie z wymogami określonymi z wyroku z 2013 r., z wyjątkiem odniesienia do ryzyka na poziomie 0,65 % zaakceptowanego przez PI po zniesieniu warunku wiążącego. Komisja nie zgadza się z zastosowaniem wartości 0,65 % jako poziomu ryzyka odpowiedniego do szacowania oczekiwanych zwrotów w przypadku braku warunku wiążącego.
- (113) Po pierwsze, wybór wzorca zmiany w zobowiązaniach ma znaczący wpływ na spodziewane zwroty z różnych strategii inwestycyjnych. Jak stwierdzono w motywach 96–97, wybór wzorca LP1 lub LP2 pociąga za sobą znaczące różnice w założeniach co do wypływów depozytów. Dla wzorców LP1 i LP2 występują znaczne różnice w średnim czasie trwania depozytów, tj. średniej ważonej czasu, w jakim depozyty te są dostępne: od około dziewięciu lat dla LP1 do około czternastu lat dla LP2.
- (114) Komisja zauważa, że czasy trwania obliczone dla wzorców LP1 i LP2 przekraczają maksymalny okres pięciu lat zalecany przez Europejski Urząd Nadzoru Bankowego („EBA”) w modelowaniu zobowiązań bez terminu zapadalności, takich jak depozyty.
- (115) Komisja poddała ocenie kwestię średniego czasu trwania depozytów PI, który miał być wykorzystany do oceny zgodnej z wymogami określonymi z wyroku z 2013 r. Zdaniem Komisji wzorzec LP2 wydaje się zdecydowanie zbyt optymistyczny pod względem średniego spodziewanego czasu utrzymania depozytów klientów. Jednak w opinii ekspertów zasugerowano, że w praktyce czas trwania depozytów klientów PI może przekraczać zalecany przez EBA okres pięciu lat. Przeprowadzając swoją ocenę, Komisja uwzględniła w równym stopniu następujące okoliczności:
- Zalecenia EBA dotyczące pięcioletniego czasu trwania depozytów zostały wydane dopiero w 2015 r., przy okazji zaostrzania wymogów dotyczących zarządzania płynnością.
 - Zgodnie z obecnie obowiązującymi zaleceniami EBA, jeżeli instytucja przyjmująca depozyty jest w stanie wykazać, że w odpowiedni sposób modeluje swój profil ponownej wyceny depozytów⁽²⁶⁾, dłuższy czas trwania depozytów może być uznany za właściwy.
 - Jak twierdziły również Włochy (zob. motywy 53–56), profil klientów banków pocztowych można uznać za bardziej stabilny niż klientów typowych banków komercyjnych. W istocie, banki pocztowe mogą przyciągać klientów o przeciętnych lub niższych niż przeciętne dochodach oraz klientów ze starszych grup wiekowych, którzy zazwyczaj przywiązują mniejszą wagę do wysokości stóp. W związku z tym można się spodziewać, że czas trwania depozytów PI przekroczy zalecany przez EBA okres pięciu lat.
 - Jednocześnie Komisja uważa, że argumenty uzasadniające wybór wzorca LP2, a nie LP1, zawarte w opinii ekspertów i opisane w motywach 96 i 97, nie są wystarczające. W opinii ekspertów stwierdzono, że w tym konkretnym przypadku wybór LP2 może być zasadny, ponieważ PI nie obowiązywały ostrożnościowe regulacje obowiązujące banki, a przez dużą część inwestorów PI jest postrzegana jako instytucja tożsama z państwem włoskim. Komisja uważa jednak, że:
 - fakt, że regulacyjne wymogi kapitałowe nie obowiązują PI, sam w sobie nie ma wpływu na zachowanie deponentów, a z pewnością nie ma wpływu na wydłużenie czasu trwania ich depozytów w PI;
 - nie można oczekiwać od deponentów, że będą postrzegali profil ryzyka PI jako tożsamy z profilem ryzyka państwa włoskiego. W rzeczywistości założenie, że Włochy musiałyby sfinansować zobowiązania PI w przypadku jej upadłości, jak zasugerowano w opinii ekspertów, wskazywałoby na istnienie pomocy państwa w formie domniemanej gwarancji.
- (116) Na podstawie powyższego za realistyczne założenie do ustalenia ostrożnej strategii inwestycyjnej, którą PI realizowałaby w omawianym okresie w przypadku braku warunku wiążącego, Komisja uznaje wzorzec LP1.
- (117) Ponadto Komisja podkreśla, że w opinii ekspertów stwierdzono, iż spodziewana stopa wynikająca z umowy jest wyższa niż spodziewany zwrot z alternatywnych strategii inwestycyjnych tylko w przypadku scenariusza wzrostu stóp, a różnica wynosi tylko 0,29 punktu procentowego (zob. motyw 110). Jednak wartość 0,29 punktu procentowego uzyskano, porównując spodziewany zwrot rynkowy przy poziomie ryzyka 0,65 %, podczas gdy zwrot wynikający z umowy był obciążony ryzykiem na poziomie 0,17 % w scenariuszu wzrostu stóp.

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

- (118) Komisja nie widzi uzasadnienia dla porównywania zwrotów uzyskanych przy różnych poziomach ryzyka, w szczególności dlatego, że zastosowany poziom ryzyka 0,65 % został w opinii obliczony z uwzględnieniem strategii inwestycyjnej, którą PI ostatecznie zrealizowała po ustaniu warunku wiążącego (zob. motyw 104). Nie wydaje się to odpowiednim rozwiązaniem w przypadku metodologii, która powinna uwzględniać tylko informacje dostępne z perspektywy *ex ante*.
- (119) Z tego względu poziom ryzyka wykorzystany do obliczenia możliwego do uzyskania rynkowego zwrotu w celu porównania ze stopą wynikającą z umowy powinien być taki sam, jak poziom ryzyka dla umowy, tj. 0,11 %, 0,17 % i 0,06 % odpowiednio dla scenariusza stałego poziomu stóp, scenariusza wzrostu i scenariusza spadku.
- (120) Na tej podstawie Komisja zauważa, że w przypadku wzorca LP1 spodziewana korzyść wynikająca z umowy w scenariuszu wzrostu stóp byłaby równa około 0,5, a nie 0,29 punktu procentowego. W scenariuszu stałego poziomu i spadku stóp możliwy do osiągnięcia rynkowy zwrot byłby nawet większy niż zwrot wynikający z umowy, o około 0,15 punktu procentowego w przypadku braku zmian stóp i 0,4 punktu procentowego w przypadku spadku stóp.

4.4. Wniosek

- (121) Spodziewana stopa zwrotu wynikająca z umowy jest niższa niż spodziewana stopa zwrotu z alternatywnych strategii inwestycyjnych w przypadku braku warunku wiążącego w scenariuszu stałego poziomu stóp, przy podobnym poziomie ryzyka. Oznacza to, że stopa określona w umowie nie przynosi PI żadnych bezpośrednich korzyści.
- (122) Komisja nie ma podstaw, by przypuszczać, że PI albo Włochy mogły w normalnych okolicznościach przewidywać konkretne tendencje zmian stóp w momencie podpisywania umowy. W związku z tym, przy takim samym prawdopodobieństwie wystąpienia każdego z trzech scenariuszy zmian stóp (tj. spadek, stały poziom i wzrost), spodziewana stopa zwrotu wynikająca z umowy jest marginalnie niższa niż spodziewana stopa zwrotu z alternatywnych strategii inwestycyjnych przy podobnym poziomie ryzyka w przypadku braku warunku wiążącego. Oznacza to, że umowa nie przyniosła PI żadnych korzyści.
- (123) Na tej podstawie Komisja uznała, że nie ma wystarczających dowodów na to, że PI odniosła korzyść z podpisania umowy,

PRZYJMUJE NINIEJSZĄ DECYZJĘ:

Artykuł 1

Wynagrodzenie wypłacone w latach 2005–2007 przez organy publiczne Republiki Włoskiej na rzecz Poste Italiane zgodnie z ustawą nr 266 z dnia 23 grudnia 2005 r. oraz umową nie stanowi pomocy państwa w rozumieniu art. 107 ust. 1 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej.

Artykuł 2

Niniejsza decyzja skierowana jest do Republiki Włoskiej.

Sporządzono w Brukseli dnia 2 sierpnia 2019 r.

W imieniu Komisji
Margrethe VESTAGER
Członek Komisji