EUROPA-
KOMMISSIONEN

Bruxelles, den 2.3.2018
COM(2018) 84 final

RAPPORT FRA KOMMISSIONEN TIL RÅDET

om den femårige gennemgang af de flerårige finansielle retningslinjer for forvaltningen af aktiverne i EKSF under afvikling og, når afviklingen er afsluttet, af Kul- og Stålforsikringsfondens aktiver

Indledning

Efter udløbet af EKSF-traktaten i 2002 besluttede medlemsstaterne at overføre aktiverne og passiverne til Det Europæiske Fællesskab (nu EU), men at holde dem adskilt fra det almindelige budget (protokollen[1] om de finansielle konsekvenser af udløbet af EKSF-traktaten, der er knyttet til Nice-traktaten). Kommissionen er ansvarlig for den velordnede afvikling af passiverne og for at investere de eksisterende aktiver på kapitalmarkederne for at generere indtægter til finansiering af forskning i kul- og stålindustrien gennem Kul- og Stålforskningsfonden. Når afviklingen er afsluttet (i 2027), vil disse aktiver blive benævnt "Kul- og Stålforskningsfondens aktiver".

Den 1. februar 2003[2] vedtog Rådet tre beslutninger, der var nødvendige for gennemførelsen af protokollen, nemlig en generel beslutning (2003/76/EF)[3] og beslutninger om fastsættelse af retningslinjer for forvaltningen af aktiverne (2003/77/EF)[4] og for Kul- og Stålforskningsfondens forskningsprogram (2003/78/EF) erstattet af 2008/376/EF)[5].

I overensstemmelse med artikel 2 i Rådets beslutning 2003/77/EF tager Kommissionen hver femte år virkemåden og effektiviteten af de finansielle retningslinjer for forvaltningen af aktiverne i EKSF under afvikling (de "finansielle retningslinjer")[6] op til vurdering og foreslår alle nødvendige ændringer. Den seneste vurderingsrapport blev forelagt i 2012, og der blev ikke foreslået ændringer. Der skal nu forelægges en ny femårig rapport.

Gennemgang af de finansielle retningslinjer for femårsperioden 2012-2017

I henhold til Rådets beslutning 2003/77/EF som ændret ved Rådets beslutning 2008/750/EF[7] forvalter Kommissionen aktiverne i EKSF under afvikling, således at det sikres, "at der er midler til rådighed, når der er behov herfor, og således, at der opnås det størst mulige afkast, samtidig med at der fastholdes en høj grad af sikkerhed og stabilitet på lang sigt" *(punkt 3 i bilaget til Rådets beslutning 2003/77/EF).*

I betragtning af disse målsætninger har de finansielle retningslinjer fungeret godt i starten af femårsperioden 2012-2017, men på grund af den lange periode med lave renter synes de nu at være for restriktive til at sikre et effektivt grundlag for en forsvarlig

---

1 Protokol nr. 37 til traktaten om Den Europæiske Unions funktionsmåde om de finansielle konsekvenser af udløbet af EKSF-traktaten og om Kul- og Stålforskningsfonden.

2 EUT L 92 af 5.2.2003, s. 22.

3 Rådets beslutning 2003/76/EF af 1. februar 2003 om fastsættelse af de nødvendige bestemmelser til gennemførelse af den protokol, der er knyttet til traktaten om oprettelse af Det Europæiske Fællesskab, om de finansielle konsekvenser af udløbet af EKSF-traktaten og om Kul- og Stålforskningsfonden (EUT L 29, s. 22).

4 Rådets beslutning 2003/77/EF af 1. februar 2003 om fastsættelse af de flerårige finansielle retningslinjer for forvaltningen af aktiverne i EKSF under afvikling og, når afviklingen er afsluttet, af Kul- og Stålforskningsfondens aktiver (EUT L 29, s. 25) som ændret ved Rådets beslutning 2008/750/EF af 15. september 2008 (EUT L 255, s. 28).

5 Rådets beslutning 2003/78/EF af 1. februar 2003 om fastsættelse af de flerårige tekniske retningslinjer for Kul- og Stålforskningsfondens forskningsprogram (EUT L 29, s. 25) erstattet af Rådets beslutning 2008/376/EF af 29. april 2008 (EUT L 130, s. 7).

6 Også kaldet "retningslinjer for forvaltningen af aktiverne".

7 EUT L 293 af 23.9.2008, s. 28.

kapitalforvaltningsstrategi[8], der giver tilfredsstillende resultater. På denne baggrund synes det hensigtsmæssigt at udvide investeringsmulighederne for at sikre en diversificering af porteføljen. Baseret på historiske data kan dette øge de forventede afkast på lang sigt, selv om det ikke kan garanteres, at det vil øge de konstaterede afkast, navnlig på kort og mellemlang sigt.

Markedsvilkårene har været meget udfordrende siden 2012, da afkastet har været meget lavt på euroobligationsmarkederne, primært på grund af lav økonomisk vækst og lav inflation. ECB's lempelige pengepolitik, og navnlig bankens obligationsopkøbsprogrammer, der blev iværksat i 2015, har styrket denne tendens. Afkastet har nu nået et historisk lavpunkt og er endog negativt. Den politiske usikkerhed har også ramt finansmarkederne og givet anledning til forskellige episoder med uro og volatilitet. De seneste eksempler er den græske krise og den britiske folkeafstemning om EU-medlemskab.

På denne baggrund var resultaterne siden den seneste gennemgang i 2012 positive. Beløb er således blevet udbetalt, når GD RTD har anmodet herom, og forrentningen af porteføljen har i øvrigt været tilfredsstillende i betragtning af markedsforholdene og de konservative investeringsretningslinjer. Porteføljen gav et samlet afkast på 8,3 % i perioden 1. juli 2012 – 31. december 2016. Der findes nærmere oplysninger i EKSF-årsberetningerne samt i bilaget til rapporten, hvor porteføljens sammensætning pr. december 2016 ligeledes kan ses (jf. ligeledes bilag I til denne rapport)[9].

Porteføljens størrelse faldt en smule i løbet af denne femårsperiode, da det samlede afkast og nye modtagne bidrag ikke kompenserede for de samlede udgående pengestrømme på 216,4 mio. EUR[10], som blev overført til GD RTD og anvendt til finansiering af forskning i sektorer, der er knyttet til kul- og stålindustrien[11]. Porteføljens samlede markedsværdi pr. 31. december 2016 var på 1,69 mia. EUR i forhold til 1,74 mia. EUR pr. 30. juni 2012, hvilket udgjorde et fald på ca. 2,8 %.

På trods af EKSF-porteføljens forholdsvis gode resultater sammenlignet med relevante benchmark har de indtægter, som er formålsbestemt til finansiering af forskningsprojekter i kul- og stålindustrien, været faldende i de senere år. Dette skyldes hovedsagelig de lave renter. Dette har reduceret afkastet betydeligt og mindsket de indtægter fra porteføljen, der kan stilles til rådighed for Kul- og Stålforskningsfonden.

Baggrund for ændringer og forslag vedrørende de finansielle retningslinjer

[8] Bemærk, at tilsynet med kapitalforvaltningen varetages af en særlig tjeneste for risikoforvaltning, som overvåger overholdelsen af Kommissionens interne rammer for risikostyring. Desuden er systemerne og procedurerne til kapital- og risikoforvaltning underlagt regelmæssige revisioner, der foretages af såvel interne som eksterne revisorer samt af Den Europæiske Revisionsret. Der blev ikke konstateret nogen væsentlige problemer med forvaltningen af midlerne.

[9] Den seneste beretning er finansberetningen for EKSF under afvikling pr. 31. december 2016 – "FINANCIAL REPORT of the European Coal and Steel Community in Liquidation (ECSC i.L.) at 31 December 2016" (C(2017)5870).

[10] De beløb, der er stillet til rådighed for GD RTD, er baseret på regnskabstal reguleret ved brug af en "udligningsmekanisme", hvilket indebærer, at de udgående pengestrømme i perioder med lavere udbytter/lavere kuponer kan overstige porteføljeafkastet.

[11] Som fastsat i Rådets beslutning 2003/77/EF.

Baggrund

Ved udgangen af 2016 har porteføljens resultater været tilfredsstillende siden vedtagelsen af Rådets beslutning 2003/77/EF i betragtning af de konservative investeringsretningslinjer. I de seneste år har markedsvilkårene imidlertid ændret sig betydeligt. Ser man fremad, er udfordringerne på finansmarkederne generelt, og især på euroobligationsmarkederne, blevet endnu større på grund af stærkt negative afkast (navnlig for værdipapirer fra udstedere med højeste kreditkvalitet), den store sandsynlighed for realisering af renterisikoen[12] og en markant reduceret likviditet (navnlig med hensyn tilgængeligheden af obligationer til opkøb), hvilket øger sandsynligheden for meget lave eller endog negative afkast fremover.

På nuværende tidspunkt er de to vigtigste arbejdshypoteser, 1) at EKSF's portefølje har en langsigtet investeringshorisont, og 2) at den omfatter forholdsvis få væsentlige passiver, således at der ikke er større udgående pengestrømme. På dette grundlag foreslås det at udvide universet af potentielle investeringer, der kan foretages i henhold til de finansielle retningslinjer, for at begrænse virkningerne af lave eller negative afkast mest muligt og øge porteføljens diversificering og modstandsdygtighed. Der er anført en række forslag nedenfor. Disse udvidede investeringsmuligheder skal gennemføres på en måde, der er forenelig med kapitalbeskyttelsen på længere sigt og med mandatets stabilitetsmålsætninger, og samtidig øge porteføljens forventede afkast.

Forslagene til ændring af de finansielle retningslinjer vil øge universet af investerbare aktiver og egnede instrumenter og mulige kombinationer af risikoeksponeringer (f.eks. rente- og kreditrisiko eller endog forskellige former for egenkapitalmarkedsrisiko). De nye investeringsmuligheder gør det muligt at forvalte porteføljen mere effektivt (i form af diversificering og afvejning af risiko og afkast) og med højere forventede afkast på lang sigt.

Det skal bemærkes, at disse forslag afhængigt af markedsforholdene vil øge porteføljens volatilitet på kort til mellemlang sigt, og at de ligeledes kan medføre negative resultater i begrænsede perioder med usædvanlige eller uventede på markedsforhold.

Kapitalforvaltning indebærer generelt en investeringsrisiko, der ikke kan fjernes fuldt ud, og investeringsafkastet kan være positivt eller negativt. I perioder med meget lave renter og forventede rentestigninger i årene frem, kan det forventede afkast kun øges ved at acceptere højere risici og højere volatilitet. På grund af investeringers ganske særlige karakter samt skiftende markedsforhold og rentesatser vil selv sikre og likvide aktiver imidlertid kunne give negative afkast[13].

De nuværende finansielle retningslinjer

De nuværende finansielle retningslinjer er baseret på en forholdsvis konservativ tilgang. Dette afspejles f.eks. i strenge absolutte maksimumsbeløb (højst 250 mio. EUR pr. EU-

[12] I betragtning af situationen med meget lave afkast forventes risikoen for stigende renter fortsat at være høj i en overskuelig fremtid. Hvis centralbankerne begynder at normalisere pengepolitikken aggressivt i tilfælde af stigende inflation, vil markedsværdien af fastforrentede værdipapirer falde.

[13] På tidspunktet for udarbejdelsen af denne rapport er renten på den 2-årige tyske statsobligation f.eks. næsten **minus** 0,75 % p.a. (renten på den 10-årige tyske obligation er kun omkring + 0,4 % p.a.).

medlemsstat), høje ratings (f.eks. minimum en AA-rating, bortset fra EU-medlemsstaterne og EU-institutionerne) og begrænset maksimal løbetid (f.eks. højst 10,5 år på købstidspunktet).

De nuværende restriktioner udelukker EKSF-porteføljeinvesteringer i en bred vifte af finansielle aktiver. Som eksempler kan nævnes:

- Ratingrestriktionerne udelukker næsten hele markedet for erhvervsobligationer og finansielle obligationer. Eksponering for disse markeder kunne skabe diversificering og højere afkast, som kunne medvirke til at afbøde virkningerne af negative korte renter[14] i den nuværende situation.
- Tilsvarende argumenter kan fremføres for løbetidsrestriktioner. Disse restriktioner er til hinder for investeringer i obligationer med længere løbetid, der kunne give tilsvarende fordele[15]. En lempelse af disse restriktioner ville skabe mulighed for diversificerede porteføljeinvesteringer med højere forventede porteføljeafkast, og den generelle porteføljerisiko ville være på samme niveau som i dag på grund af negative korrelationsvirkninger.
- De nuværende investeringsretningslinjer udelukker ligeledes investeringer i en række aktivklasser og anvendelse af en række risikostyringsteknikker.

Det foreslås derfor at ændre de nuværende retningslinjer med henblik på at udvide investeringsmulighederne ved at forhøje investeringsgrænserne, herunder i nye aktivklasser, der forventes at øge EKSF-porteføljens risikojusterede afkast på lang sigt. Disse ændringer er forenelige med de krav, der er fastsat i artikel 2, stk. 1, i Rådets beslutning 2003/76/EF.

Foreslåede ændringer af de finansielle retningslinjer

A. Justering af absolutte grænser, ratings og løbetidsrestriktioner

Det foreslås at anvende en mere dynamisk tilgang til de tekniske aspekter af gennemførelsen, som kræver en vis fleksibilitet (f.eks. risikovurdering, løbetid og koncentrationsgrænser).

Det vil gøre det muligt at kalibrere disse aspekter mere regelmæssigt og præcist til de skiftende markedsforhold. Denne tilgang er baseret på tilgangen i de nyligt vedtagne retningslinjer for garantifonden for Den Europæiske Fond for Strategiske Investeringer[16], der er en af de andre store porteføljer, som forvaltes af Kommissionen.

Risikotolerance kunne ligeledes defineres mere bredt (f.eks. ved at opstille de kategorier af aktiver, der må investeres i). Grænser kunne udtrykkes bedre i markedsværdi i stedet for i nominel værdi og defineres som maksimale eksponeringer i procent af porteføljens samlede markedsværdi. Dette definerer eksponeringer mere præcist, da mange værdipapirer er prisfastsat væsentligt over pari (100 %) på grund af de lave eller negative afkast, og de nominelle værdier muligvis ikke længere afspejler den reelle økonomiske værdi af disse eksponeringer. En anden årsag til, at en tilgang til markedsværdien baseret på en maksimal grænseværdi i procent er blevet mere relevant, er, hvis porteføljens samlede markedsværdi ændrer sig på grund af markedsværdiansættelse eller ind- eller udgående pengestrømme.

[14] Der henvises også til punkt D nedenfor, hvor der redegøres for en mere avanceret metode til styring af renterisiko/løbetid.

[15] En anden fordel ved obligationer med længere løbetid er højere konveksitet, idet deres markedsværdi kort fortalt stiger mere ved en given rentenedsættelse i forhold til tabet ved en tilsvarende rentestigning.

[16] Kommissionens afgørelse C(2016)165.

B. Investeringer i andre valutaer

Muligheden for at investere i udenlandsk valuta er ikke nævnt i de finansielle retningslinjer. Det skal i denne forbindelse bemærkes, at investeringer i euro kun udgør ca. 25 % af det globale obligationsmarked.

Det foreslås derfor at give udtrykkelig mulighed for investeringer i valutaer fra andre store økonomier og/eller andre EU-medlemsstater for at øge diversificeringen.

(Delvis) investering i værdipapirer i amerikanske dollar ville navnlig give adgang til store og likvide markeder såsom det amerikanske marked for statsgæld. Det kunne være nyttigt i betragtning af ovennævnte likviditetsbegrænsninger på euroobligationsmarkederne. De amerikanske markeder ikke desuden er kendetegnet ved negative renter og ville gøre det muligt at opnå forskellige rentekurveeksponeringer, muligvis med større muligheder for "carry" og "roll down"[17].

Risikoen for tab på grund af udsving i valutakursen kan afdækkes. Der findes instrumenter til afdækning af denne valutarisiko, men denne mulighed er ikke omtalt i de nuværende finansielle retningslinjer. Hvis der gives udtrykkelig mulighed for at foretage investeringer i udenlandske valutaer, foreslås det, at der ligeledes gives udtrykkelig mulighed for at gøre brug af derivater til afdækning af valutarisikoen ved eksponeringer, der ikke er denomineret i euro, Den faktiske anvendelse af disse instrumenter vil naturligvis kræve en nøje overvejelse af de hermed forbundne omkostninger og af markedsvilkårene på det pågældende tidspunkt[18].

C. Udvidelse af viften af investeringsforeninger

I 2014 foretog et hold af eksperter fra Verdensbanken en evaluering af GD ECFIN's likviditetsstyring og forvaltning af aktiver. Verdensbanken gennemgik ECFIN-L's processer i detaljer og konkluderede, at GD ECFIN opfylder sine mål i forbindelse med forvaltningen af de porteføljer, det har ansvaret for, i overensstemmelse med god praksis i branchen. Verdensbanken fremsatte endvidere nogle få anbefalinger, der skulle forbedre investeringsprocessen og afkastet.

Verdensbanken anbefalede navnlig, at en vis procentdel af midlerne med lang tidshorisont blev investeret i kapitalandele, eventuelt via investeringsforeninger. Hvis disse instrumenter udvælges nøje, vil porteføljen kunne få en veldiversificeret aktieeksponering. Da aktier har en relativt lavere korrelation til fastforrentede investeringer, vil de forbedre porteføljens risiko- og afkastprofil på lang sigt. Investeringer i kapitalandele kan imidlertid øge porteføljeafkastets volatilitet på kort til mellemlang sigt. En diversificeret aktieeksponering gennem fonde (ETF'er) vil mindske disse risici.

Investeringsforeninger er allerede nævnt i de nuværende retningslinjer, men der stilles krav om en rating på ikke under AA, hvilket i realiteten betyder, at der primært kun kan investeres

[17] "Carry": Kort fortalt den indkomst, en investor er berettiget til ved blot at være indehaver af et værdipapir/en portefølje (dvs. påløbne renter/kuponer), uanset ændringer af markedsværdi og/eller kurvebevægelser. "Roll-down": Rentekurver er typisk opadskrånende, og efterhånden som obligationens resterende løbetid alt andet lige bliver kortere, kræver investorerne et lavere renteafkast, hvilket er godt for obligationskursen, da kurserne bevæger sig i modsat retning af renterne.

[18] Det skal bemærkes, at Kommissionens tjenestegrene har erfaring med sådanne operationer, der er blevet tilladt i retningslinjerne for forvaltningen af aktiverne i EFSI-garantifonden.

i foreninger, som foretager kortfristede, fastforrentede investeringer, og at størstedelen af de fastforrentede fonde og aktiefonde, som ikke har nogen rating, udelukkes.

Det foreslås derfor at præcisere viften af investerbare aktivklasser og investeringsforeninger for at gøre det muligt at foretage egenkapitalinvesteringer og udvide mulighederne for fastforrentede investeringer, herunder i sådanne veldiversificerede foreninger.

Det foreslås kort fortalt at gøre det muligt at investere i alle former for investeringsforeninger (f.eks. pengemarkedsfonde, børshandlede fonde (exchange traded funds (ETF'er) og gensidige fonde). Disse kan i forskelligt omfang tilbyde diversificeret eksponering for brede markedsindekser, visse geografiske sektorer og/eller særlige aktivklasser såsom fastforrentede værdipapirer og/eller aktier.

D. Anvendelse af risikoafdækningsinstrumenter til styring af renterisikoen

I forbindelse med en peerevaluering foretaget af Verdensbanken blev det bl.a. bemærket, at det i øjeblikket ikke er tilladt at anvende instrumenter såsom renteswaps og/eller obligationsfutures. Disse instrumenter er imidlertid redskaber til effektiv styring af renterisikoen og anvendes i dag ofte af offentlige finansielle institutioner. Disse markeder er typisk også likvide. Under den finansielle krise var futuresmarkedet f.eks. fortsat meget likvidt i modsætning til kontantmarkedet for statsobligationer. Anvendelsen af sådanne instrumenter vil være baseret på sikre risikostyringsprocedurer og IT-systemer med henblik på overvågning og håndtering af de tilknyttede operationelle arbejdsstrømme og dette markeds iboende risiko. Anvendelsen af disse instrumenter vil ligeledes kræve udvikling af kapacitet og infrastruktur til at opfylde margin calls og følge/gøre rede for ændringer af disse instrumenters værdi.

Konklusion

I den reviderede periode 2012-2017 blev porteføljens mål om at stille midler til rådighed, når der er behov herfor, nået, samtidig med at der blev fastholdt en høj grad af sikkerhed og stabilitet og opnået et tilfredsstillende samlet positivt afkast i forhold til relevante benchmark.

Udfordringerne på de finansielle markeder generelt, og herunder især på euroobligationsmarkederne, har imidlertid gennem et stykke tid været større, navnlig på grund af de negative renter og den reducerede likviditet.

For at styrke diversificeringen, modstandsdygtigheden og det forventede langsigtede afkast af porteføljen er Kommissionen af den opfattelse, at investeringsretningslinjerne bør udvides i overensstemmelse med konklusionerne i denne rapport. Det vil gøre det muligt at sikre, at porteføljen fortsat kan give højere risikojusterede afkast.

På denne baggrund vil Kommissionen forelægge et forslag til Rådets afgørelse om ændring af beslutning 2003/77/EF om fastsættelse af de flerårige finansielle retningslinjer for forvaltningen af aktiverne i EKSF under afvikling.