EURÓPSKA
KOMISIA

V Bruseli 2. 3. 2018
COM(2018) 84 final

SPRÁVA KOMISIE RADE

o päťročnej revízii viacročných finančných usmernení pre správu aktív ESUO v likvidácii a po ukončení likvidácie pre správu aktív Výskumného fondu pre uhlie a oceľ

Úvod

Po uplynutí platnosti Zmluvy o založení Európskeho spoločenstva uhlia a ocele (ESUO) v roku 2002 sa členské štáty rozhodli previesť aktíva a pasíva na Európske spoločenstvo (v súčasnosti EÚ), ale držať ich oddelene od všeobecného rozpočtu (Protokol[1] o finančných následkoch uplynutia platnosti zmluvy o založení ESUO pripojený k Zmluve z Nice). Komisia je zodpovedná za riadnu likvidáciu záväzkov a investovanie existujúcich aktív na kapitálových trhoch tak, aby priniesli príjmy na financovanie výskumu v odvetviach uhlia a ocele prostredníctvom Výskumného fondu pre uhlie a oceľ. Po ukončení procesu likvidácie (do roku 2027) budú tieto aktíva známe ako „aktíva Výskumného fondu pre uhlie a oceľ".

Rada 1. februára 2003[2] prijala tri rozhodnutia potrebné na vykonávanie protokolu, t. j. všeobecné rozhodnutie (2003/76/ES)[3] a rozhodnutia, ktorými sa stanovujú usmernenia týkajúce sa správy aktív (2003/77/ES)[4] a výskumného programu Výskumného fondu pre uhlie a oceľ (2003/78/ES nahradené rozhodnutím 2008/376/ES)[5].

V súlade s článkom 2 rozhodnutia Rady 2003/77/ES Komisia každých päť rokov opätovne posúdi fungovanie a účinnosť finančných usmernení týkajúcich sa správy aktív ESUO v likvidácii (ďalej len „finančné usmernenia")[6] a v prípade potreby navrhne zmeny. Správa o poslednom posúdení bola vypracovaná v roku 2012 a neboli navrhnuté žiadne zmeny. Teraz je čas pripraviť ďalšiu päťročnú správu.

Revízia finančných usmernení na päťročné obdobie 2012 – 2017

Podľa rozhodnutia Rady 2003/77/ES zmeneného rozhodnutím Rady 2008/750/ES[7] Komisia spravuje aktíva ESUO v likvidácii tak, aby sa „zabezpečilo, že budú dostupné finančné prostriedky, ak to bude potrebné, pričom budú vytvárať najvyššiu dostupnú návratnosť v súlade so zachovaním vysokého stupňa dlhodobej bezpečnosti a stability" (*bod 3 prílohy k rozhodnutiu Rady 2003/77/ES*).

Vzhľadom na uvedené ciele finančné usmernenia fungovali počas úvodného päťročného obdobia 2012 – 2017 dobre. Keďže úrokové sadzby sa už dlho pohybujú na nízkej úrovni, sa však zdá, že usmernenia sú príliš reštriktívne na to, aby poskytli účinný základ na obozretnú správu aktív[8],

---

1 Protokol č. 37 k Zmluve o fungovaní Európskej únie o finančných následkoch uplynutia platnosti zmluvy o založení ESUO a o výskumnom fonde pre uhlie a oceľ.

2 Ú. v. EÚ L 29, 5.2.2003, s. 22.

3 Rozhodnutie Rady 2003/76/ES z 1. februára 2003, ktorým sa ustanovujú opatrenia potrebné na vykonávanie protokolu tvoriaceho prílohu k Zmluve o založení Európskeho spoločenstva o finančných dôsledkoch ukončenia platnosti Zmluvy o ESUO a o Výskumnom fonde uhlia a ocele (Ú. v. EÚ L 29, 5.2.2003, s. 22).

4 Rozhodnutie Rady 2003/77/ES z 1. februára 2003, ktorým sa ustanovujú viacročné finančné usmernenia na riadenie aktív ESUO v likvidácii a na riadenie aktív Výskumného fondu uhlia a ocele po skončení tejto likvidácie (Ú. v. EÚ L 29, 5.2.2003, s. 25), zmenené rozhodnutím Rady 2008/750/ES z 15. septembra 2008 (Ú. v. EÚ L 255, 23.9.2008, s. 28).

5 Rozhodnutie Rady 2003/78/ES z 1. februára 2003, ktorým sa stanovujú viacročné technické pokyny pre výskumný program Výskumného fondu uhlia a ocele (Ú. v. EÚ L 29, 5.2.2003, s. 28), nahradené rozhodnutím Rady 2008/376/ES z 29. apríla 2008 (Ú. v. EÚ L 130, 20.5.2008, s. 7).

6 Označujú sa aj ako usmernenia na správu aktív.

7 Ú. v. EÚ L 255, 23.9.2008, s. 28.

8 Poznámka: Na činnosť správy aktív dohliada osobitné oddelenie riadenia rizík, ktoré monitoruje dodržiavanie vnútorné predpisy Komisie na riadenie rizík. Systémy a postupy riadenia rizík a aktív

ktorá by prinášala uspokojivé výnosy. Vzhľadom na to sa zdá byť vhodné rozšíriť investičné možnosti, ktoré by umožnili diverzifikáciu portfólia. Na základe historických údajov by sa tak v dlhodobom horizonte mohli zvýšiť očakávané výnosy, hoci nemožno zaručiť, že sa tým najmä v krátkodobom až strednodobom horizonte zlepšia zaznamenané výnosy.

Trhové podmienky sú od roku 2012 veľmi náročné, pretože na trhoch s eurobondmi prevláda prostredie s nízkymi výnosmi, a to najmä v dôsledku nízkeho hospodárskeho rastu a nízkej inflácie. Prispôsobivá menová politika ECB, a najmä jej programy nákupu dlhopisov, ktoré sa začali v roku 2015, tento trend ďalej podporovali. V dôsledku toho dosiahli výnosy historicky nízke a dokonca aj negatívne úrovne. Politická neistota ovplyvnila aj finančné trhy a viedla k niekoľkým epizódam turbulencií a volatility. Nedávnymi príkladmi sú grécka kríza a referendum o členstve Spojeného kráľovstva v EÚ.

V tomto kontexte sa od posledného posúdenia v roku 2012 dosiahli pozitívne výsledky: GR RTD získalo sumy v požadovanom čase aj výške a okrem toho aj návratnosť portfólia bola vzhľadom na trhové prostredie a konzervatívne investičné usmernenia uspokojivá. Konkrétnejšie, v období od 1. júla 2012 do 31. decembra 2016 sa dosiahol kumulatívny výnos z portfólia na úrovni +8,3 %. Podrobnejšie informácie možno nájsť vo výročných správach ESUO, ako aj v prílohe k správe, v ktorej sa uvádza aj zloženie portfólia k decembru 2016 (pozri aj prílohu I k tejto správe)[9].

Veľkosť portfólia počas tohto päťročného obdobia mierne klesla, keďže celkový výnos a novoprijaté príspevky boli nižšie ako kumulatívne odlevy vo výške 216,4 milióna EUR[10], ktoré GR RTD získalo a použilo na financovanie výskumu v odvetviach prepojených s uhoľným a oceliarskym priemyslom[11]. Celková trhová hodnota portfólia k 31. decembru 2016 dosiahla 1,69 miliardy EUR oproti 1,74 miliardy EUR k 30. júnu 2012, čo predstavuje pokles približne o 2,8 %.

Napriek pomerne dobrému výkonu portfólia ESUO v porovnaní s príslušnými referenčnými kritériami sa príjmy pridelené na financovanie výskumných projektov v odvetví uhlia a ocele v posledných rokoch znižujú, čo je spôsobené najmä prostredím s nízkou úrokovou mierou. Nízka úroková miera viedla k významnému zníženiu príjmov a k nepriaznivému vplyvu na príjmy z portfólia, ktoré by mohli byť k dispozícii pre Výskumný fond pre uhlie a oceľ.

Dôvody zmeny a návrhy týkajúce sa finančných usmernení

Súvislosti

Od prijatia rozhodnutia Rady 2003/77/ES do konca roka 2016 bola výkonnosť portfólia vzhľadom na konzervatívne investičné usmernenia uspokojivá. V posledných rokoch sa však trhové podmienky výrazne zmenili. V budúcnosti budú finančné trhy vo všeobecnosti a najmä trhy s eurobondmi čoraz náročnejšie v dôsledku výrazne negatívnych výnosov (najmä v prípade cenných papierov od emitentov s najvyššou kreditnou kvalitou), vysokej

navyše podliehajú pravidelným auditom interných a externých audítorov, ako aj Európskeho dvora audítorov. Na správu finančných prostriedkov neboli vznesené nijaké vecné pripomienky.

[9] Najnovšou správou je „FINANČNÁ SPRÁVA Európskeho spoločenstva uhlia a ocele v likvidácii k 31. decembru 2016“ [C(2017) 5870].

[10] Sumy vyplatené GR RTD sú založené na účtovných údajoch podliehajúcich mechanizmu „vyrovnávania“, čo znamená, že v obdobiach s nižšími výnosmi/nižšími kupónmi môžu odlevy prekročiť výnosy portfólia.

[11] Ako sa stanovuje v rozhodnutí Rady 2003/77/ES.

pravdepodobnosti realizácie úrokového rizika[12] a značne zníženej likvidity (najmä pokiaľ ide o dlhopisy určené na obchodovanie), čo znamená ďalšie zvýšenie pravdepodobnosti veľmi nízkych či dokonca negatívnych výnosov.

V súčasnosti sa vychádza z dvoch kľúčových predpokladov: 1. portfólio ESUO má dlhodobý investičný horizont a 2. v podstate neobsahuje podstatné záväzky, a preto nie je vystavené veľkým odlevom. Na tomto základe sa navrhuje rozšíriť možnosti potenciálnych investícií povolených vo finančných usmerneniach, aby sa zmiernil vplyv nízkych alebo negatívnych výnosov a posilnila diverzifikácia a odolnosť portfólia. Ďalej v texte sa uvádza niekoľko návrhov. Tieto rozšírené investičné možnosti sa musia realizovať spôsobom, ktorý je v dlhodobom horizonte v súlade s ochranou kapitálu a so stabilizačnými cieľmi mandátu a zároveň zvyšuje očakávané výnosy z portfólia.

Návrhmi na zmenu finančných usmernení by sa rozšírili investičné možnosti dostupných aktív/nástrojov a možné kombinácie vystavenia riziku (napr. úrokovému a úverovému riziku alebo dokonca niektorým diverzifikovaným formám rizika na akciovom trhu). Nové investičné príležitosti by umožnili zefektívniť správu portfólia (z hľadiska diverzifikácie a hľadania kompromisu medzi rizikami a výnosmi) a vyššie očakávané výnosy v dlhodobom horizonte.

Treba poznamenať, že v krátkodobom až strednodobom horizonte by tieto návrhy mohli v závislosti od trhových podmienok zvýšiť volatilitu portfólia a v istých časových obdobiach, keď sa vyskytnú nezvyčajné alebo neočakávané podmienky na trhu, by mohli viesť aj k negatívnej výkonnosti.

So správou aktív vo všeobecnosti súvisí investičné riziko, ktoré nemožno úplne eliminovať. Návratnosť investícií môže byť pozitívna alebo negatívna. V obdobiach s veľmi nízkymi úrokovými sadzbami a pravdepodobným rastom sadzieb v nadchádzajúcich rokoch sa dá zlepšiť očakávané výnosy len tak, že akceptujete vyššie riziko/vyššiu volatilitu. Vzhľadom na osobitnú povahu investícií, premenlivé podmienky trhu a úrokové sadzby však aj bezpečné a likvidné aktíva môžu mať negatívnu návratnosť[13].

Súčasné finančné usmernenia

Súčasné finančné usmernenia vychádzajú z relatívne konzervatívneho prístupu. To sa odráža napríklad v prísnych absolútnych limitných hodnotách (napr. maximálne 250 miliónov EUR na členský štát EÚ), vysokých úverových ratingoch (napr. minimálny rating AA s výnimkou členských štátov EÚ a inštitúcií EÚ) a obmedzeniach maximálnej lehoty splatnosti (napr. maximálne 10,5 zostávajúceho roka v čase nákupu).

Súčasné obmedzenia vylučujú investície portfólia ESUO do širokej škály finančných aktív. Napríklad:

- ratingové obmedzenia vylučujú takmer celý trh s podnikovými a finančnými dlhopismi. Expozícia finančným dlhopisom by mohla priniesť diverzifikáciu a vyššiu

[12] Vzhľadom na prostredie s veľmi nízkymi výnosmi sa očakáva, že v dohľadnej budúcnosti zostane riziko zvyšovania úrokových sadzieb vysoké. Napríklad ak centrálne banky v prípade rastúcej inflácie začnú agresívne normalizovať menovú politiku, zníži sa trhová hodnota cenných papierov s pevným výnosom.

[13] V čase prípravy tejto správy je napríklad úroková sadzba nemeckého dvojročného dlhopisu takmer **mínus** 0,75 % p. a. (zatiaľ čo desaťročný nemecký dlhopis poskytuje úrokovú sadzbu len 0,4 % p. a.).

návratnosť, čo by mohlo pomôcť zmierniť vplyv negatívnych krátkodobých sadzieb[14] v súčasnom prostredí,

- podobne možno argumentovať aj v prípade obmedzení splatnosti, ktoré bránia investíciám do dlhopisov s dlhšou splatnosťou, ktoré by mohli priniesť podobné výhody[15]. Zmena týchto obmedzení by umožnila diverzifikované prideľovanie aktív s vyššími očakávanými výnosmi z portfólia a súčasne zachovanie celkového rizika portfólia na podobných úrovniach ako v súčasnosti, a to vďaka negatívnym korelačným účinkom,
- viaceré triedy aktív a techniky riadenia rizík sú na základe súčasných investičných usmernení vylúčené.

Preto odporúčame zmeniť súčasné usmernenia, aby sa umožnilo rozšírenie súboru investičných možností prostredníctvom rozšírenia investičných limitov vrátane nových tried aktív, ktoré by portfóliu ESUO mali umožniť dosahovať dlhodobejšie rizikovo vyvážené výnosy. Tieto zmeny by boli v súlade s požiadavkami stanovenými v článku 2 ods. 1 rozhodnutia Rady 2003/76/ES.

Navrhované zmeny finančných usmernení

A. Upraviť absolútne limity, ratingy a obmedzenia splatnosti

Navrhuje sa prijať dynamickejší prístup, pokiaľ ide o technické aspekty vykonávania, ktoré si vyžadujú určitú flexibilitu (napríklad stanovovanie rizika, splatnosti a koncentračných limitov).

To by umožnilo ich pravidelnejšiu a presnejšiu kalibráciu vzhľadom na meniace sa trhové podmienky. Vychádza z nedávnych usmernení prijatých pre záručný fond Európskeho fondu pre strategické investície[16], jedného z ďalších významných portfólií spravovaných Komisiou.

Tolerancia rizík by mohla byť vymedzená aj v širších podmienkach (napr. uvedením oprávnených kategórií aktív ako takých). Limity by mohli byť lepšie vyjadrené skôr prostredníctvom trhovej hodnoty než pomyselnej hodnoty vymedzenej ako maximálne percentuálne expozície celkovej trhovej hodnoty portfólia. Týmto sa expozície vymedzujú presnejšie, pretože vďaka nízkemu alebo zápornému výnosovému prostrediu sa mnohé cenné papiere pohybujú cenovo výrazne nad paritou (100 %) a nominálne hodnoty už nemusia odrážať skutočnú ekonomickú hodnotu týchto expozícií. Ďalším dôvodom, prečo sa trhová hodnota vyjadrená percentuálnym limitom stane relevantnejšou, je v prípade zmeny celkovej trhovej hodnoty portfólia buď v dôsledku trhového ocenenia, alebo v dôsledku prílevov alebo odlevov.

B. Povoliť investície v iných menách

Finančné usmernenia v súčasnosti neobsahujú usmernenie o oprávnenosti investícií v cudzej mene. V tejto súvislosti je potrebné poznamenať, že investície denominované v eurách predstavujú iba približne 25 % svetového trhu s dlhopismi.

---

[14] Pozri aj bod D, v ktorom sa uvádza sofistikovanejší spôsob riadenia a trvania úrokového rizika.

[15] Ďalšou výhodou dlhodobejších dlhopisov je vyššia konvexita; zjednodušene povedané, ich trhové hodnoty sa zvýšia viac pri danom znížení sadzieb v porovnaní so vzniknutými stratami pri ekvivalentnom zvýšení sadzieb.

[16] Rozhodnutie Komisie C(2016) 165.

Preto sa navrhuje výslovne povoliť investície do mien iných veľkých ekonomík a/alebo iných členských štátov EÚ tak, aby sa zvýšila diverzifikácia.

Najmä (čiastočné) investovanie do cenných papierov denominovaných v amerických dolároch by umožnilo prístup na veľké a likvidné trhy, ako je americký štátny dlhový trh. Toto by mohlo byť užitočné vzhľadom na uvedené obmedzenia likvidity na trhoch s eurobondmi. Na trhoch v Spojených štátoch zároveň neprevládajú negatívne sadzby a bolo by tam možné získať expozície s rôznou výnosovou krivkou s možnými vyššími príležitosťami na držanie/rolovanie[17].

Riziko strát v dôsledku fluktuácie výmenného kurzu by sa mohlo zabezpečiť. Existujú nástroje na zabezpečenie takéhoto kurzového rizika, v súčasných finančných usmerneniach sa však tento druh operácie neuvádza. Ak by sa výslovne povolili cudzie meny, navrhuje sa, aby sa na zabezpečenie kurzového rizika expozícií, ktoré nie sú denominované v eurách, výslovne povolili aj deriváty. Skutočné používanie takýchto nástrojov by si, samozrejme, vyžadovalo dôkladné zváženie príslušných nákladov a prevládajúcich trhových podmienok[18].

C. Rozšíriť rozsah nástrojov kolektívneho investovania

V roku 2014 tím odborníkov zo Svetovej banky zhodnotil činnosť GR ECFIN v oblasti správy pokladnice a aktív. Svetová banka podrobne preskúmala procesy, ktoré používa oddelenie ECFIN-L, a dospela k záveru, že GR ECFIN pri správe portfólií, za ktoré zodpovedá, dosahuje svoje ciele v súlade s príslušnými normami v tomto odvetví. Svetová banka navrhla aj niekoľko odporúčaní na ďalšie zlepšenie investičného procesu a návratnosti.

Najmä pri prostriedkoch s dlhodobým horizontom Svetová banka odporúčala investovanie určitého percenta takýchto finančných prostriedkov do majetkových účastí, napríklad prostredníctvom fondov kolektívneho investovania. Ak sa tieto nástroje starostlivo vyberú, portfólio vďaka nim nadobudne dobre diverzifikovanú akciovú expozíciu. Keďže akcie majú relatívne nižšiu koreláciu s investíciami s pevným výnosom, v dlhodobom horizonte by zvýšili rizikovo-výnosový profil portfólia. Na druhej strane pridelenie akcií môže v krátkodobom až strednodobom horizonte zvyšovať volatilitu výnosov z portfólia. Riziká sa zmiernia použitím diverzifikovanej akciovej expozície prostredníctvom fondov (alebo fondov ETF).

Kolektívne investičné nástroje sa uvádzajú aj v súčasných usmerneniach, ale musia mať úverový rating najmenej AA, čo *de facto* znamená najmä krátkodobé kolektívne nástroje s pevným výnosom, pričom sa vylučuje väčšina fondov s pevným výnosom a akciových fondov, ktoré nemajú úverový rating.

Preto sa navrhuje spresniť rozsah tried oprávnených aktív a nástrojov kolektívneho investovania, aby sa dalo investovať do akcií a rozšíriť investície s pevným výnosom, a to aj do takýchto dobre diverzifikovaných nástrojov.

---

[17] Držanie („carry“): jednoducho povedané, držanie je príjem, na ktorý má investor nárok z jednoduchého dôvodu, že vlastní cenný papier/portfólio (t. j. vzniknutý úrok/kupóny) bez ohľadu na zmeny trhovej hodnoty a/alebo pohyby krivky; rolovanie („roll-down“): výnosové krivky zvyčajne smerujú nahor, a preto sa skracuje zostávajúca splatnosť dlhopisu, a ak nevzniknú iné zmeny, investori vyžadujú nižší výnos – čo je prospešné pre cenu dlhopisu, pretože ceny sa odvíjajú inverzne od výnosov.

[18] Treba poznamenať, že útvary Komisie majú skúsenosti s takýmito operáciami, ktoré boli povolené v usmerneniach o správe aktív záručného fondu EFSI.

Súhrnne sa navrhuje, aby boli oprávnené všetky druhy nástrojov kolektívneho investovania (napr. fondy peňažného trhu, fondy obchodované na burze alebo podielové fondy). Tieto nástroje môžu v rôznej miere ponúkať diverzifikovanú expozíciu rozličným trhovým indexom, určitým geografickým sektorom a/alebo konkrétnym triedam aktív, ako sú pevné výnosy a/alebo akcie.

D. Povoliť ostatné zabezpečovacie nástroje na riadenie úrokového rizika

Svetová banka v rámci partnerského preskúmania vzniesla pripomienku, že nástroje ako úrokové swapy a/alebo futures na dlhopisy v súčasnosti nie sú povolené. Ide pritom o nástroje na účinné efektívne úrokového rizika, ktoré v súčasnosti často využívajú verejné finančné inštitúcie. Tieto trhy sú obvykle aj likvidné. Napríklad počas finančnej krízy zostal trh s futures vysoko likvidný na rozdiel od trhu s hotovostnými štátnymi dlhopismi. Používanie takýchto nástrojov by malo byť rámcované prísnymi postupmi v oblasti rizika a IT systémami, ktoré budú schopné monitorovať a zvládnuť súvisiace prevádzkové postupy a inherentné riziko tohto trhu. Použitie týchto nástrojov by si vyžiadalo aj rozvoj kapacít a infraštruktúry na obsluhu výziev na dodatočné vyrovnanie a sledovanie/zohľadnenie zmien hodnoty týchto nástrojov.

Záver

Počas sledovaného obdobia rokov 2012 – 2017 portfólio plnilo ciele poskytovania finančných prostriedkov podľa potreby, zachovávania vysokého stupňa bezpečnosti a stability a uspokojivej kumulatívnej pozitívnej návratnosti v porovnaní s príslušnými referenčnými hodnotami.

Odvtedy sa však finančné trhy vo všeobecnosti, a najmä trhy s eurobondmi, skomplikovali, najmä v dôsledku negatívnych úrokových sadzieb a zníženej likvidity.

Komisia sa domnieva, že s cieľom zvýšiť diverzifikáciu, odolnosť a dlhodobé očakávané výnosy z portfólia by sa investičné usmernenia mali rozšíriť v súlade so závermi uvedenými v tejto správe. To by portfóliu umožnilo udržať si schopnosť poskytovať vyššie rizikovo vážené výnosy.

V tejto súvislosti Komisia predloží návrh rozhodnutia Rady o zmene rozhodnutia 2003/77/ES, ktorým sa ustanovujú viacročné finančné usmernenia na riadenie aktív ESUO v likvidácii.