KOMISJA
EUROPEJSKA

Bruksela, dnia 2.3.2018r.
COM(2018) 84 final

SPRAWOZDANIE KOMISJI DLA RADY

w sprawie przeprowadzanego co pięć lat przeglądu wieloletnich wytycznych finansowych dotyczących zarządzania aktywami EWWiS w likwidacji i, po zakończeniu likwidacji, Majątkiem Funduszu Badawczego Węgla i Stali

Wprowadzenie

Po wygaśnięciu Traktatu ustanawiającego Europejską Wspólnotę Węgla i Stali (traktatu EWWiS) w 2002 r. państwa członkowskie postanowiły przenieść aktywa i pasywa Europejskiej Wspólnoty Węgla i Stali na Wspólnotę Europejską (obecnie UE), jednak bez włączania ich do budżetu ogólnego (protokół[1] w sprawie skutków finansowych wygaśnięcia traktatu EWWiS załączony do traktatu z Nicei). Komisja jest odpowiedzialna za właściwą likwidację pasywów i zainwestowanie istniejących aktywów na rynkach kapitałowych, aby uzyskać środki na finansowanie badań w sektorze węgla i stali poprzez Fundusz Badawczy Węgla i Stali (FBWiS). Po zakończeniu procesu likwidacji (który ma potrwać do 2027 r.) aktywa te będą stanowić „Majątek Funduszu Badawczego Węgla i Stali".

W dniu 1 lutego 2003 r.[2] Rada przyjęła trzy decyzje niezbędne do realizacji wspomnianego protokołu, tj. decyzję ogólną (2003/76/WE)[3] oraz decyzje ustanawiające wytyczne dotyczące zarządzania aktywami (2003/77/WE)[4] i programu badawczego Funduszu Badawczego Węgla i Stali (2003/78/WE, zastąpiona decyzją 2008/376/WE)[5].

Zgodnie z art. 2 decyzji Rady 2003/77/WE Komisja ponownie ocenia działanie i skuteczność wytycznych finansowych dotyczących zarządzania aktywami EWWiS w likwidacji („wytyczne finansowe")[6] co pięć lat i proponuje wszelkie stosowne zmiany. W 2012 r. złożono sprawozdanie z ostatniej oceny; nie zaproponowano wówczas żadnych zmian. Obecnie upływa termin złożenia kolejnego sprawozdania z oceny dotyczącego kolejnego pięcioletniego okresu.

Przegląd wytycznych finansowych dotyczący pięcioletniego okresu 2012–2017

Zgodnie z decyzją Rady 2003/77/WE, zmienioną decyzją Rady 2008/750/WE[7], Komisja ma zarządzać aktywami EWWiS w likwidacji w sposób zapewniający, by „fundusze były dostępne w razie potrzeby, a jednocześnie przynosiły nadal możliwie największy dochód, zgodnie z zasadą utrzymania wysokiego stopnia bezpieczeństwa i stabilności w długim okresie" (*pkt 3 załącznika do decyzji Rady 2003/77/WE*).

Z perspektywy tych celów wytyczne finansowe funkcjonowały dobrze na początku pięcioletniego okresu 2012–2017. W kontekście utrzymujących się niskich stóp procentowych wydaje się jednak, że wytyczne te są zbyt restrykcyjne, aby stanowić

---

1 Protokół nr 37, załączony do Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej, w sprawie skutków finansowych wygaśnięcia Traktatu EWWiS oraz w sprawie Funduszu Badawczego Węgla i Stali.

2 Dz.U. L 29 z 5.2.2003, s. 22.

3 Decyzja Rady 2003/76/WE z dnia 1 lutego 2003 r. ustanawiająca środki niezbędne do wykonania Protokołu załączonego do Traktatu ustanawiającego Wspólnotę Europejską w sprawie skutków finansowych wygaśnięcia Traktatu EWWiS i w sprawie Funduszu Badawczego Węgla i Stali (Dz.U. L 29, s. 22).

4 Decyzja Rady 2003/77/WE z dnia 1 lutego 2003 r. ustanawiająca wieloletnie wytyczne finansowe dotyczące zarządzania aktywami EWWiS w likwidacji i, po zakończeniu likwidacji, Majątkiem Funduszu Badawczego Węgla i Stali (Dz.U. L 29, s. 25), zmieniona decyzją Rady 2008/750/WE z dnia 15 września 2008 r. (Dz.U. L 255, s. 28).

5 Decyzja Rady 2003/78/WE z dnia 1 lutego 2003 r. ustanawiająca wieloletnie wytyczne techniczne dotyczące programu badawczego Funduszu Badawczego Węgla i Stali (Dz.U. L 29, s. 25), zastąpiona decyzją Rady 2008/376/WE z dnia 29 kwietnia 2008 r. (Dz.U. L 130, s. 7).

6 Zwane również „wytycznymi dotyczącymi zarządzania aktywami".

7 Dz.U. L 255 z 23.9.2008, s. 28.

skuteczną podstawę strategii ostrożnego zarządzania aktywami[8], która zapewniałaby zadowalający zwrot. W tej sytuacji właściwe wydaje się poszerzenie gamy kwalifikujących się inwestycji, aby umożliwić dywersyfikację portfela. Na podstawie danych historycznych można stwierdzić, że taki krok mógłby zwiększyć oczekiwany zwrot w długim terminie, nawet jeżeli nie można zagwarantować, że doprowadzi on do zwiększenia odnotowywanego zwrotu szczególnie w perspektywie krótko- i średnioterminowej.

Jeżeli chodzi o warunki rynkowe, od 2012 r. stanowią one szczególne wyzwanie, ponieważ na rynkach obligacji denominowanych w euro utrzymują się niskie stopy procentowe, co wynika przede wszystkim z niskiego wzrostu gospodarczego i niskiej inflacji. Tendencję tę wzmacnia również akomodacyjna polityka pieniężna EBC, a w szczególności jego programy zakupu obligacji, które uruchomiono po raz pierwszy w 2015 r. W związku z tym stopy procentowe osiągnęły rekordowo niski, a nawet ujemny poziom. Na rynki finansowe wpływ miała również niepewność polityczna, która wiele razy doprowadziła do zawirowań i zmienności. Wśród ostatnich przykładów można wymienić kryzys w Grecji i referendum w sprawie członkostwa Zjednoczonego Królestwa w UE.

W tym kontekście wyniki odnotowane po ostatnim przeglądzie w 2012 r. były korzystne: kwoty były wypłacane w wysokości i w czasie, o które wnosiła DG ds. Badań Naukowych i Innowacji; co więcej, zwrot z portfela był zadowalający w świetle kontekstu rynkowego i konserwatywnych wytycznych inwestycyjnych. W bardziej szczegółowym ujęciu portfel zapewnił łączny zwrot w wysokości +8,3 % w okresie od dnia 1 lipca 2012 r. do dnia 31 grudnia 2016 r. Więcej szczegółowych informacji znajduje się w rocznych sprawozdaniach EWWiS oraz w załączniku do sprawozdania, w którym przedstawiono również strukturę portfela zgodnie ze stanem na grudzień 2016 r. (zob. również załącznik I do niniejszego sprawozdania)[9].

Wielkość portfela nieznacznie zmniejszyła się w omawianym pięcioletnim okresie, ponieważ łączny zwrot i nowe otrzymane wkłady nie zrównoważyły łącznych wypływów w wysokości 216,4 mln EUR[10], które wypłacono DG ds. Badań Naukowych i Innowacji i wykorzystano do sfinansowania badań w sektorze węgla i stali[11]. Ogółem łączna wartość rynkowa portfela na dzień 31 grudnia 2016 r. wyniosła 1,69 mld EUR w porównaniu z 1,74 mld EUR na dzień 30 czerwca 2012 r., co oznacza spadek o około 2,8 %.

Chociaż wyniki portfela EWWiS w porównaniu z miarodajnymi poziomami referencyjnymi były stosunkowo dobre, w ostatnich latach odnotowywano spadek zysków przeznaczanych na finansowanie projektów badawczych w sektorze węgla i stali. Wynika to przede wszystkim z kontekstu niskich stóp procentowych. Sytuacja ta istotnie obniżyła dochody

[8] Należy zauważyć, że działania w zakresie zarządzania aktywami są nadzorowane przez specjalną jednostkę ds. zarządzania ryzykiem, która monitoruje zgodność z wewnętrznymi ramami zarządzania ryzykiem obowiązującymi w Komisji. Ponadto systemy i procedury zarządzania ryzykiem i zarządzania aktywami podlegają regularnym audytom przeprowadzanym zarówno przez audytorów wewnętrznych, jak i przez audytorów zewnętrznych, a także przez Europejski Trybunał Obrachunkowy. Nie stwierdzono żadnych istotnych problemów dotyczących zarządzania funduszami.

[9] Ostatnim sprawozdaniem jest „FINANCIAL REPORT of the European Coal and Steel Community in Liquidation (ECSC i.L.) at 31 December 2016" (C(2017)5870).

[10] Kwoty udostępnione DG ds. Badań Naukowych i Innowacji uzyskano na podstawie danych księgowych, wobec których zastosowano mechanizm „wygładzenia" – oznacza to, że w okresach niższych dochodów/kuponów wypływy mogą przekraczać zwrot z portfela.

[11] Jak przewidziano w decyzji Rady 2003/77/WE.

i wpłynęła niekorzystnie na zyski z portfela, które można było przekazać na rzecz Funduszu Badawczego Węgla i Stali.

Przyczyny zmian i wnioski dotyczące wytycznych finansowych

Kontekst

Pod koniec 2016 r. wyniki portfela, które odnotowano od chwili przyjęcia decyzji Rady 2003/77/WE, były zadowalające w świetle konserwatywnych wytycznych inwestycyjnych. W ostatnich latach zaszły jednak istotne zmiany w warunkach rynkowych. W perspektywie przyszłości z rynkami finansowymi ogólnie oraz w szczególności z rynkami obligacji denominowanych w euro wiążą się jeszcze większe wyzwania ze względu na wysokie ujemne wartości stóp zwrotu (zwłaszcza w przypadku papierów wartościowych wyemitowanych przez podmioty o najwyższej jakości kredytowej), wysokie prawdopodobieństwo materializacji ryzyka stopy procentowej[12] oraz istotnie ograniczoną płynność (zwłaszcza w zakresie obligacji dostępnych w sprzedaży), co sprawia, że utrzymanie się bardzo niskich lub nawet ujemnych zwrotów jest wysoce prawdopodobne.

Obecnie istnieją dwa zasadnicze założenia robocze, tj.: 1) portfel EWWiS posiada długoterminowy horyzont inwestycyjny oraz 2) portfel ten jest stosunkowo wolny od istotnych zobowiązań, w związku z czym nie podlega dużym wypływom. Na tej podstawie proponuje się poszerzenie gamy potencjalnych inwestycji, na które zezwala się w wytycznych finansowych, aby w możliwie największym stopniu złagodzić wpływ niskich lub ujemnych stóp zwrotu oraz zwiększyć dywersyfikację i odporność portfela. Poniżej przedstawiono kilka propozycji. Te poszerzone możliwości inwestycyjne należy wdrożyć w sposób zgodny z zasadą zachowania kapitału w horyzoncie długoterminowym oraz z celami stabilności określonymi w upoważnieniu przy jednoczesnym zwiększeniu oczekiwanych zwrotów z portfela.

Propozycje zmian wytycznych finansowych poszerzyłyby gamę kwalifikujących się inwestycji w postaci dostępnych aktywów/instrumentów i możliwe połączenia ekspozycji na ryzyko (np. ryzyko stopy procentowej i ryzyko kredytowe, a nawet niektóre zróżnicowane formy ryzyka rynku akcji). Nowe możliwości inwestycji umożliwią bardziej wydajne zarządzanie portfelem (w kategoriach dywersyfikacji i zależności ryzyko/zwrot) przy wyższych oczekiwanych zwrotach w długim terminie.

Należy zdawać sobie sprawę, że w perspektywie krótko- i średnioterminowej te propozycje mogą – w zależności od warunków rynkowych – zwiększyć zmienność portfela, a także prowadzić przez ograniczone okresy do negatywnych wyników, gdy wystąpią nietypowe lub nieprzewidziane warunki rynkowe.

Zarządzanie aktywami jest zasadniczo obarczone ryzykiem inwestycyjnym, którego nie da się w pełni wyeliminować, w związku z czym zwroty z inwestycji mogą być dodatnie lub ujemne. W okresach bardzo niskich stóp procentowych i możliwego wzrostu tych stóp

[12] Ze względu na kontekst bardzo niskich obecnie stóp procentowych oczekuje się, że w możliwej do przewidzenia przyszłości ryzyko wzrostu stóp procentowych utrzyma się na wysokim poziomie. Jeżeli na przykład w razie wzrostu inflacji banki centralne przystąpią do szybkiej normalizacji polityki pieniężnej, wartość rynkowa papierów wartościowych o stałym oprocentowaniu spadnie.

w nadchodzących latach jedynym sposobem na zwiększenie oczekiwanych zwrotów jest zaakceptowanie wyższego ryzyka lub większej zmienności. Ze względu na charakter inwestycji, zmienne warunki na rynku i odnotowywane stopy procentowe, nawet bezpieczne aktywa o dużej płynności mogą przynieść ujemne zwroty[13].

Obecne wytyczne finansowe

W obecnych wytycznych finansowych stosuje się stosunkowo konserwatywne podejście. Jest ono widoczne np. w restrykcyjnych kwotach bezwzględnych limitów (np. maksymalnie 250 mln EUR na każde państwo członkowskie UE), wysokich ratingach kredytowych (np. minimalny rating kredytowy AA, z wyjątkiem państw członkowskich UE i instytucji UE) oraz ograniczeniach maksymalnego okresu zapadalności (np. maksymalnie 10,5 roku w momencie zakupu).

Obecne ograniczenia uniemożliwiają inwestycje z portfela EWWiS w wiele różnych aktywów finansowych. Na przykład:

- Ograniczenia dotyczące ratingu niemal całkowicie wykluczają rynki obligacji korporacyjnych i obligacji emitowanych przez instytucje finansowe. Inwestycje w tę drugą kategorię mogłyby zapewnić dywersyfikację i wyższe zwroty, co mogłoby być pomocne w łagodzeniu wpływu ujemnych stóp krótkoterminowych[14] w obecnym kontekście.
- Podobne argumenty można podnieść w odniesieniu do ograniczeń okresu zapadalności. Uniemożliwiają one inwestycje w obligacje o dłuższych terminach wykupu, które to obligacje mogłyby przynieść podobne korzyści[15]. Zmiana tych ograniczeń pozwoliłaby na zróżnicowaną alokację aktywów przy wyższych oczekiwanych zwrotach z portfela i jednocześnie zachowaniu ogólnego ryzyka dotyczącego portfela na podobnych poziomach jak obecnie dzięki negatywnym skutkom korelacji.
- Obecne wytyczne inwestycyjne wykluczają również szereg klas aktywów i technik zarządzania ryzykiem.

W związku z tym zalecamy zmianę obecnych wytycznych, aby umożliwić zwiększenie zbioru możliwości inwestycyjnych poprzez poszerzenie limitów inwestycji oraz włączenie nowych klas aktywów, które mają umożliwić uzyskanie większych skorygowanych o ryzyko zwrotów z portfela EWWiS w długim terminie. Zmiany te byłyby zgodne z wymogami, o których mowa w art. 2 ust. 1 decyzji Rady 2003/76/WE.

Proponowane zmiany w wytycznych finansowych

A. Dostosowanie bezwzględnych limitów, ratingów i ograniczeń okresu zapadalności

[13] W chwili sporządzania niniejszego sprawozdania np. stopa oprocentowania niemieckich obligacji dwuletnich wynosi prawie -0,75 % rocznie (zaś stopa oprocentowania niemieckich obligacji dziesięcioletnich wynosi zaledwie +0,4 % rocznie).

[14] Zob. również punkt D poniżej, w którym opisano bardziej zaawansowany sposób zarządzania ryzykiem i okresami obowiązywania stóp procentowych.

[15] Inną korzyścią obligacji o dłuższych terminach wykupu jest większa wypukłość: oznacza to w uproszczeniu, że ich wartości rynkowe zyskują więcej na określonym zmniejszeniu stóp procentowych niż tracą w wyniku równoważnego wzrostu stóp.

Proponuje się przyjęcie bardziej dynamicznego podejścia wobec technicznych aspektów wdrożenia, które muszą być do pewnego stopnia elastyczne (np. określanie limitów dotyczących ryzyka, okresu zapadalności i stopnia koncentracji).

Umożliwi to bardziej systematyczne i dokładniejsze dostosowanie tych aspektów do zmieniających się warunków rynkowych. Takie bardziej dynamiczne podejście opierałoby się na wytycznych przyjętych niedawno w odniesieniu do funduszu gwarancyjnego Europejskiego Funduszu na rzecz Inwestycji Strategicznych[16], jednego z innych dużych portfeli zarządzanych przez Komisję.

Można również szerzej zdefiniować tolerancję ryzyka (np. poprzez wyszczególnienie kwalifikujących się kategorii aktywów). Limity można lepiej określić, wskazując wartość rynkową, a nie nominalną, oraz wyrażając je jako maksymalne procentowe wartości ekspozycji w stosunku do łącznej wartości rynkowej portfela. W ten sposób ekspozycje byłyby dokładniej zdefiniowane, ponieważ w kontekście niskich lub ujemnych stóp procentowych wiele papierów wartościowych wycenia się znacznie powyżej wartości nominalnej (100 %), a wartości nominalne mogą już nie odzwierciedlać rzeczywistej wartości gospodarczej takich ekspozycji. Inną przyczyną, dla której w tym przypadku bardziej właściwe jest podejście do limitów oparte na wartości rynkowej i ustalaniu procentowym, są zmiany w łącznej wartości rynkowej portfela, które wynikają albo z wyceny rynkowej, albo z wpływów lub wypływów.

B. Umożliwienie inwestycji w innych walutach

W obecnych wytycznych finansowych nie ma nic na temat kwalifikowalności inwestycji w walutach obcych. W tym kontekście należy zauważyć, że inwestycje denominowane w euro stanowią zaledwie około 25 % światowego rynku obligacji.

W związku z tym proponuje się, aby wyraźnie dopuścić inwestycje denominowane w walutach innych dużych gospodarek lub pozostałych państw członkowskich UE w celu zwiększenia dywersyfikacji.

W szczególności, inwestując (częściowo) w papiery wartościowe denominowane w dolarze amerykańskim, można by uzyskać dostęp do dużych rynków o wysokiej płynności takich jak rynek państwowych instrumentów dłużnych Stanów Zjednoczonych. Taki krok mógłby być pomocny ze względu na wspomniane wyżej ograniczenia płynności na rynkach obligacji denominowanych w euro. Ponadto rynki amerykańskie nie charakteryzują się ujemnymi stopami procentowymi i umożliwiłyby uzyskanie odmiennych ekspozycji na krzywe dochodów, zapewniając potencjalnie większe możliwości w zakresie *carry* i *roll-down*[17].

Ryzyko strat z tytułu zmian kursu wymiany waluty obcej można zabezpieczyć. Istnieją instrumenty, którymi można zabezpieczyć takie ryzyko walutowe, ale w obecnych wytycznych finansowych nie uwzględnia się takiego rodzaju operacji. Jeżeli inwestycje

[16] Decyzja Komisji C(2016) 165.

[17] *Carry*: w uproszczeniu wskaźnik *carry* oznacza dochód, do jakiego uprawniony jest inwestor wyłącznie z tytułu posiadania papieru wartościowego / portfela (tj. naliczone odsetki / kupony), bez względu na zmiany wartości rynkowej lub przemieszczenia krzywej; *roll-down*: zwykle krzywe dochodów z obligacji wznoszą się, w związku z czym jeżeli pozostały okres zapadalności danej obligacji ulegnie skróceniu lub pozostanie taki sam, inwestorzy domagają się niższych dochodów – co wpływa korzystnie na cenę obligacji, ponieważ ceny zachowują się odwrotnie niż dochody.

w walutach obcych zostaną wyraźnie określone jako kwalifikujące się, proponuje się również wyraźnie zezwolić na zabezpieczanie ryzyka walutowego z tytułu ekspozycji denominowanych w walucie innej niż euro za pomocą instrumentów pochodnych. Rzeczywiste stosowanie takich instrumentów wymagałoby oczywiście starannego rozważenia odnośnych kosztów i dominujących warunków rynkowych[18].

C. Rozszerzenie zakresu przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania

W 2014 r. zespół specjalistów z Banku Światowego dokonał oceny działań DG ds. Gospodarczych i Finansowych z zakresu zarządzania zasobami finansowymi i aktywami. Bank Światowy szczegółowo zbadał procesy, które stosuje Dyrekcja L DG ds. Gospodarczych i Finansowych, i stwierdził, że DG ds. Gospodarczych i Finansowych realizuje swoje cele w zakresie zarządzania podlegającymi jej portfelami zgodnie z solidnymi standardami branżowymi. Bank Światowy przedstawił również kilka zaleceń mających udoskonalić procesy inwestycyjne i zwiększyć zwroty z inwestycji.

W szczególności w odniesieniu do funduszy o horyzoncie długoterminowym Bank Światowy zalecił inwestowanie pewnego odsetka środków tych funduszy w udziały w kapitale własnym, ewentualnie poprzez fundusze zbiorowego inwestowania. Instrumenty te – jeżeli zostaną starannie dobrane – umożliwią uzyskanie należycie zróżnicowanej ekspozycji kapitałowej portfela. Ponieważ inwestycje w kapitał własny są stosunkowo słabo skorelowane z inwestycjami o stałej kwocie dochodu, mogą one poprawić profil ryzyko / zwrot z portfela w horyzoncie długoterminowym. Z drugiej strony alokacja środków na inwestycje w kapitał własny może zwiększyć zmienność zwrotów z portfela w krótkim i średnim okresie. Ryzyko to można złagodzić, korzystając ze zróżnicowanej ekspozycji kapitałowej poprzez fundusze inwestycyjne (w tym fundusze inwestycyjne typu ETF).

Chociaż w obecnych wytycznych jest już mowa o przedsiębiorstwach zbiorowego inwestowania, inwestycje w nie wiążą się jednak z wymogiem posiadania przez te przedsiębiorstwa ratingu kredytowego przynajmniej na poziomie AA, co w gruncie rzeczy oznacza uwzględnienie wyłącznie tych przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania, które inwestują głównie w krótkoterminowe papiery wartościowe o stałej kwocie dochodu, wykluczając tym samym większość funduszy inwestujących w papiery wartościowe o stałej kwocie dochodów i funduszy inwestujących w akcje, które nie posiadają ratingu kredytowego.

W związku z tym proponuje się wyjaśnić zakres kwalifikujących się klas aktywów i przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania, aby umożliwić inwestycje w kapitał własny oraz rozszerzyć zakres inwestycji o stałej kwocie dochodu, w tym we wspomniane wysoce zróżnicowane przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania.

Podsumowując, proponuje się, aby wszystkie rodzaje przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania zostały określone jako kwalifikujące się (np. fundusze rynku pieniężnego, fundusze inwestycyjne typu EFT lub fundusze wspólnego inwestowania). Przedsiębiorstwa te mogą oferować ekspozycje o różnym stopniu dywersyfikacji na szerokie indeksy giełdowe, określone sektory geograficzne lub poszczególne klasy aktywów, takie jak papiery wartościowe o stałym dochodzie lub akcje.

[18] Należy zauważyć, że służby Komisji posiadają doświadczenie w zakresie takich operacji, które umożliwiono w wytycznych dotyczących zarządzania aktywami funduszu gwarancyjnego EFIS.

D. Umożliwienie zarządzania ryzykiem stopy procentowej za pomocą innych instrumentów zabezpieczających

W kontekście oceny przeprowadzonej przez Bank Światowy stwierdzono, że instrumenty takie jak swapy stopy procentowej lub kontrakty terminowe typu *futures* na obligacje nie są obecnie dozwolone. Instrumenty te stanowią jednak narzędzia skutecznego zarządzania ryzykiem stopy procentowej i są obecnie często stosowane przez publiczne instytucje finansowe. Zwykle rynki tych instrumentów charakteryzują się również dużą płynnością. Przykładowo podczas ostatniego kryzysu finansowego rynek kontraktów terminowych typu *futures* zachował wysoką płynność, w przeciwieństwie do rynku kasowego obligacji skarbowych. Korzystanie z takich instrumentów odbywałoby się przy zastosowaniu rozbudowanych procedur zarządzania ryzykiem i systemów informatycznych, tak aby monitorować powiązane procesy operacyjne i ryzyko nieodłącznie związane z tym rynkiem oraz radzić sobie z tymi czynnikami. Stosowanie takich instrumentów wymagałoby również rozbudowy zdolności i infrastruktury na potrzeby obsługiwania wezwań do uzupełnienia depozytu zabezpieczającego oraz śledzenia i rejestrowania zmian wartości tych instrumentów.

Wnioski

W objętym przeglądem okresie 2012–2017 osiągnięto cele portfela w zakresie zapewniania środków finansowych w żądanej wysokości i w żądanych terminach, utrzymując wysoki poziom bezpieczeństwa i stabilności oraz osiągając zadowalający skumulowany dodatni zwrot w porównaniu z miarodajnymi poziomami referencyjnymi.

Od pewnego jednak czasu z rynkami finansowymi ogólnie, a w szczególności z rynkami obligacji denominowanych w euro wiążą się większe wyzwania, zwłaszcza w związku z ujemnymi stopami procentowymi i zmniejszoną płynnością.

Komisja uważa, że aby zwiększyć dywersyfikację i odporność portfela oraz długoterminowe oczekiwane zwroty z portfela, wytyczne inwestycyjne należy rozwinąć zgodnie z wnioskami określonymi w niniejszym sprawozdaniu. Umożliwi to utrzymanie zdolności portfela do zapewniania wyższych, skorygowanych o ryzyko zwrotów.

W tym kontekście Komisja przedstawi wniosek w sprawie decyzji Rady zmieniającej decyzję 2003/77/WE ustanawiającą wieloletnie wytyczne finansowe dotyczące zarządzania aktywami EWWiS w likwidacji.