COMISSÃO
EUROPEIA

Bruxelas, 2.3.2018
COM(2018) 84 final

RELATÓRIO DA COMISSÃO AO CONSELHO

sobre a avaliação quinquenal das diretrizes financeiras plurianuais de gestão dos ativos da CECA em liquidação e, uma vez concluída a liquidação, dos Ativos do Fundo de Investigação do Carvão e do Aço

Introdução

Após o termo de vigência do Tratado CECA em 2002, os Estados-Membros decidiram transferir os ativos e passivos para a Comunidade Europeia (atual União), mantendo-os todavia fora do orçamento geral (Protocolo[1] relativo às consequências financeiras do termo de vigência do Tratado CECA, anexo ao Tratado de Nice). A Comissão é responsável pela liquidação ordenada dos passivos da CECA e pelo investimento dos ativos existentes nos mercados de capitais, a fim de gerar receitas para o financiamento da investigação nos setores do carvão e do aço, através do Fundo de Investigação do Carvão e do Aço (RFCS). Após o termo do processo de liquidação (que perdurará até 2027), estes ativos serão designados «Ativos do Fundo de Investigação do Carvão e do Aço».

A 1 de fevereiro de 2003[2], o Conselho adotou três decisões necessárias à aplicação do Protocolo, a saber, uma decisão geral (2003/76/CE)[3] e as decisões que estabelecem diretrizes relativas à gestão de ativos (2003/77/CE)[4] e ao programa de investigação RFCS (2003/78/CE, substituída pela Decisão 2008/376/CE)[5].

Em conformidade com o artigo 2.º da Decisão 2003/77/CE do Conselho, a Comissão deve reavaliar o funcionamento e a eficácia das diretrizes financeiras para a gestão dos ativos da CECA em liquidação (a seguir denominadas as «diretrizes financeiras»)[6] numa base quinquenal e propor as alterações que considere adequadas. A última avaliação deste teor foi objeto de um relatório em 2012, não tendo sido propostas quaisquer alterações. Atualmente, é necessário um novo relatório quinquenal.

Análise das diretrizes financeiras durante o período de cinco anos compreendido entre 2012 e 2017

Nos termos da Decisão 2003/77/CE do Conselho, com a redação que lhe foi dada pela Decisão 2008/750/CE[7] do Conselho, a Comissão deve gerir os ativos da CECA em liquidação, de um modo que garanta «a disponibilidade dos fundos se e quando necessário, gerando simultaneamente o maior rendimento possível, em consonância com a manutenção

---

1 Protocolo n.º 37 do Tratado sobre o funcionamento da União Europeia, relativo às consequências financeiras do termo de vigência do Tratado CECA e ao Fundo de Investigação do Carvão e do Aço.

2 JO L 29 de 05.02.2003, p. 22.

3 Decisão 2003/76/CE do Conselho, de 1 de fevereiro de 2003, que fixa as disposições necessárias à execução do Protocolo, em anexo ao Tratado que institui a Comunidade Europeia, relativo às consequências financeiras do termo de vigência do Tratado CECA e ao Fundo de Investigação do Carvão e do Aço (JO L 29, p. 22). 4 Decisão 2003/77/CE do Conselho, de 1 de fevereiro de 2003, que fixa as diretrizes financeiras plurianuais para a gestão do fundo CECA em liquidação e, depois de concluída a liquidação, dos Ativos do Fundo de Investigação do Carvão e do Aço (JO L 29, p. 25), com a redação que lhe foi dada pela Decisão 2008/750/CE do Conselho, de 15 de setembro de 2008 (JO L 255, p. 28).

4 Decisão 2003/77/CE do Conselho, de 1 de fevereiro de 2003, que fixa as diretrizes financeiras plurianuais para a gestão do fundo CECA em liquidação e, depois de concluída a liquidação, dos Ativos do Fundo de Investigação do Carvão e do Aço (JO L 29, p. 25), com a redação que lhe foi dada pela Decisão 2008/750/CE do Conselho, de 15 de setembro de 2008 (JO L 255, p. 28).

5 Decisão 2003/78/CE do Conselho, de 1 de fevereiro de 2003, que fixa as diretrizes técnicas plurianuais para o programa de investigação do Fundo de Investigação do Carvão e do Aço (JO L 29, p. 25), substituída pela Decisão 2008/376/CE do Conselho, de 29 de abril de 2008 (JO L 130, p. 7).

6 Igualmente designadas diretrizes para a gestão de ativos.

7 JO L 255 de 23.9.2008, p. 28.

de um elevado nível de segurança e estabilidade a longo prazo» (*ponto 3 do anexo da Decisão 2003/77/CE do Conselho*).

À luz destes objetivos, as diretrizes financeiras funcionaram bem, pelo menos inicialmente, durante o período de 5 anos compreendido entre 2012 e2017. No entanto, devido à persistência de uma conjuntura de baixas taxas de juro, afiguram-se atualmente demasiado restritivas para constituir uma base eficaz de uma abordagem prudente em matéria de gestão dos ativos[8] que permita obter rendimentos satisfatórios. Neste contexto, afigura-se oportuno alargar a esfera dos investimentos elegíveis, a fim de permitir a diversificação da carteira. Com base nos dados históricos, isto poderia aumentar os rendimentos esperados a longo prazo, muito embora não seja garantido que tal permita melhorar os rendimentos efetivamente registados, em particular durante períodos de curto a médio prazo.

Analisando as condições de mercado, estas têm sido problemáticas desde 2012, dado ter prevalecido uma conjuntura de baixo rendimento nos mercados de euro-obrigações, devido essencialmente ao fraco crescimento económico e à baixa taxa de inflação. A política monetária acomodatícia do BCE e, em particular, os seus programas de compra de obrigações, lançados em 2015, também reforçaram esta tendência. Consequentemente, os rendimentos atingem na fase atual níveis historicamente baixos ou mesmo negativos. O clima de incerteza política também afetou os mercados financeiros, conduzindo a uma série de turbulências e a uma certa volatilidade. Podem citar-se como exemplos recentes a crise grega e o referendo do Reino Unido sobre a sua permanência na União Europeia.

Tendo em conta este contexto, os resultados registados desde o último reexame em 2012, foram positivos: desembolsaram-se montantes em função dos pedidos apresentados pela DG RTD e, por outro lado, o rendimento da carteira foi satisfatório, tendo em conta as condições do mercado e as diretrizes prudentes em matéria de investimento. Mais especificamente, durante o período compreendido entre 1 de julho de 2012 e 31 de dezembro de 2016, a carteira gerou um rendimento cumulado de +8,3 %. Podem obter-se mais informações nos relatórios anuais CECA, bem como no anexo ao presente relatório, em que a composição da carteira é também apresentada à data de dezembro de 2016 (ver também o anexo I do presente relatório)[9].

A dimensão da carteira diminuiu ligeiramente durante este período de cinco anos, uma vez que a rendibilidade total e as novas contribuições recebidas não permitiram compensar as saídas cumuladas num montante de 216,4 milhões de EUR[10] que foram desembolsadas a favor da DG RTD e utilizadas para o financiamento da investigação em setores relacionados com a indústria do carvão e do aço[11]. No seu conjunto, o valor de mercado total da carteira, em 31 de dezembro de 2016, ascendia a 1,69 mil milhões de EUR contra 1,74 mil milhões de EUR em 30 de junho de 2012, o que representa uma diminuição de cerca de 2,8 %.

---

[8] É de notar que a atividade de gestão de ativos é supervisionada por intermédio de uma função específica de gestão do risco, que monitoriza a observância do quadro interno de gestão dos riscos da Comissão. Além disso, os procedimentos e sistemas de gestão dos riscos e dos ativos são regularmente objeto de auditorias internas e externas, bem como controlados pelo Tribunal de Contas Europeu. Não se colocaram quaisquer questões relevantes no que respeita à gestão de fundos.

[9] O relatório mais recente é o «*FINANCIAL REPORT of the European Coal and Steel Community in Liquidation (ECSC i.L.) at 31 December 2016*» (C(2017) 5870 - não existe versão em PT).

[10] Os montantes disponibilizados à DG RTD baseiam-se em dados contabilísticos sujeitos a um mecanismo de «nivelamento», o que implica que, em períodos de contração dos rendimentos/cupões, as saídas podem exceder o rendimento da carteira.

[11] Tal como previsto na Decisão 2003/77/CE do Conselho.

Apesar de a carteira da CECA se pautar por um desempenho relativamente bom em comparação com os parâmetros de referência pertinentes, as receitas afetadas ao financiamento de projetos de investigação no domínio do carvão e do aço têm vindo a diminuir ao longo dos últimos anos. Tal deve-se principalmente à conjuntura de baixas taxas de juro. Isto acarretou uma descida dos rendimentos e afetou adversamente as receitas da carteira passíveis de serem disponibilizadas ao Fundo de Investigação do Carvão e do Aço.

Justificação das alterações e propostas relativas às diretrizes financeiras

Antecedentes

No final de 2016, o desempenho da carteira desde a adoção da Decisão 2003/77/CE do Conselho tinha sido satisfatório, atendendo às diretrizes prudentes em matéria de investimento. No entanto, ao longo dos últimos anos, as condições de mercado alteraram-se substancialmente. Numa perspetiva de futuro, os mercados financeiros em geral e os mercados de euro-obrigações, em particular, têm vindo a tornar-se ainda mais problemáticos, devido aos rendimentos altamente negativos (em especial no que respeita aos títulos de emitentes que beneficiam da melhor notação de crédito), à elevada probabilidade de materialização do risco de taxa de juro[12] e a uma acentuada contração da liquidez (especialmente em termos de obrigações disponíveis à venda), o que aumenta as probabilidades de rendimentos muito baixos ou mesmo negativos no futuro.

Doravante, os dois principais pressupostos de trabalho são que (1) a carteira da CECA tem um horizonte de investimento a longo prazo e (2) está relativamente isenta de passivos significativos, pelo que não está sujeita a saídas de montante avultado. Nesta base, propõe-se alargar o âmbito de investimentos potenciais, autorizados pelas diretrizes financeiras, para atenuar tanto quanto possível o impacto de rendimentos baixos ou negativos e aumentar a diversificação e a resiliência da carteira. São a seguir indicadas várias propostas para o efeito. Estas possibilidades de investimento alargado devem ser aplicadas de forma consentânea com os objetivos de preservação do capital numa perspetiva a longo prazo e de manutenção da estabilidade conforme enunciados no mandato, permitindo simultaneamente aumentar os rendimentos esperados da carteira.

As propostas de alteração das diretrizes financeiras permitirão alargar o leque de possibilidades de investimento elegíveis em termos de instrumentos/ativos disponíveis e eventuais combinações de exposições ao risco (por exemplo, riscos de taxa de juro e de crédito ou mesmo algumas formas diversificadas de risco no mercado de capitais próprios). As novas oportunidades de investimento permitirão uma gestão mais eficiente da carteira (em termos de diversificação e de relação risco/rendimento), bem como um maior rendimento previsto a longo prazo.

Pressupõe-se que, a curto e médio prazo, estas propostas poderão, em função das condições de mercado, aumentar a volatilidade da carteira e produzir resultados negativos por períodos

[12] Tendo em conta o contexto de rendimentos muito baixos, o risco de um aumento das taxas de juro deverá permanecer elevado num futuro próximo. Por exemplo, se os bancos centrais começarem a normalizar a política monetária de forma agressiva em caso de uma subida da inflação, o valor de mercado dos títulos de rendimento fixo diminuirá.

limitados, na eventualidade de serem enfrentadas condições de mercado excecionais ou inesperadas.

Em geral, a gestão de ativos envolve um risco de investimento que não pode ser inteiramente eliminado e o rendimento dos investimentos pode ser positivo ou negativo. Em períodos de taxas de juro muito baixas e caracterizados pela probabilidade de aumentos dessas taxas ao longo dos anos sucessivos, a única forma de melhorar o rendimento esperado consiste em aceitar um risco mais elevado/uma maior volatilidade. Dada a natureza intrínseca dos investimentos e a evolução das condições de mercado e das taxas de juro, mesmo os ativos considerados seguros e líquidos poderão vir a traduzir-se em rendimentos negativos[13].

Diretrizes financeiras atuais

As diretrizes financeiras atuais seguem uma abordagem bastante prudente. Tal reflete-se, por exemplo, na estrita limitação dos montantes absolutos (por exemplo, máximo de 250 milhões de EUR por Estado-Membro da UE), em notações de crédito elevadas (por exemplo, notação de crédito mínima de AA, exceto para os Estados-Membros da UE e as instituições da UE) e em restrições quanto à duração máxima (por exemplo, no máximo, 10,5 anos após a aquisição).

As atuais restrições excluem o investimento por parte da carteira da CECA numa vasta gama de ativos financeiros. Por exemplo:

- as restrições em matéria de notação excluem a quase totalidade dos mercados de obrigações de empresas e obrigações financeiras. A exposição a estas últimas poderia assegurar uma maior diversificação e rendimentos mais elevados, suscetíveis de atenuar o impacto de taxas negativas a curto prazo[14] na conjuntura atual;
- podem invocar-se os mesmos argumentos em relação aos limites em matéria de prazos de vencimento, os quais impedem o investimento em obrigações a longo prazo, que poderiam produzir vantagens semelhantes[15]. Alterar estas restrições irá permitir diversificar a afetação de ativos, gerando um maior rendimento esperado para a carteira, mantendo simultaneamente o risco global da carteira a níveis semelhantes aos níveis atuais, graças aos efeitos de correlação negativa;
- as atuais diretrizes em matéria de investimento excluem também um determinado número de categorias de ativos e de técnicas de gestão dos riscos.

Por conseguinte, recomendamos a alteração das atuais diretrizes, a fim de permitir alargar as possibilidades de investimento na sua globalidade, aumentando os limites de investimento mediante a inclusão de novas categorias de ativos, o que deverá permitir à carteira CECA obter rendimentos mais elevados a longo prazo, com um perfil adequado em termos de risco.

[13] Aquando da elaboração do presente relatório, a taxa de juro das obrigações alemãs a 2 anos, por exemplo, ascende a quase **menos** 0,75% por ano (enquanto as obrigações alemãs a 10 anos proporcionam apenas uma taxa de juro de cerca de +0,4% por ano).

[14] Ver também o ponto D infra para uma abordagem mais sofisticada de gerir o risco de taxa de juro/duração.

[15] Outra vantagem das obrigações a longo prazo é a maior convexidade; em termos simples, os respetivos valores de mercado registam um aumento para uma dada redução das taxas, em comparação com as perdas induzidas por um aumento equivalente das taxas.

Essas alterações são compatíveis com os requisitos estabelecidos no artigo 2.º, n.º 1, da Decisão 2003/76/CE do Conselho.

Alterações propostas às diretrizes financeiras

A. Adaptar as restrições quanto aos limites absolutos, às notações e aos prazos de vencimento

Propõe-se a adoção de uma abordagem mais dinâmica no que se refere aos aspetos técnicos da implementação que requerem alguma flexibilidade (como, por exemplo, a determinação dos limites em matéria de riscos, prazos de vencimento e concentração).

Esta abordagem permitirá uma calibração mais regular e precisa em função da evolução das condições do mercado. Basear-se-á nas diretrizes recentemente adotadas para o fundo de garantia do Fundo Europeu para Investimentos Estratégicos[16], uma das outras grandes carteiras geridas pela Comissão.

A tolerância ao risco também poderá ser definida em termos mais latos (por exemplo, enumerando as categorias de ativos elegíveis propriamente ditos). Os limites poderão ser expressos melhor em termos de mercado, em vez do valor nocional, e ser definidos sob a forma de percentagem máxima da exposição do valor de mercado total da carteira. As posições em risco serão definidas com maior precisão dado que, atendendo à conjuntura de rendimentos baixos ou negativos, muitos valores mobiliários estão cotados significativamente acima do valor nominal (100 %) e os valores nominais poderão deixar de refletir o verdadeiro valor económico dessas posições em risco. Uma outra razão pela qual se tornou mais pertinente adotar uma abordagem que defina os limites com base numa percentagem do valor de mercado deve-se ao facto de o valor de mercado total da carteira ser suscetível de se alterar, quer devido a uma valorização do mercado, quer em virtude de entradas ou saídas de capital.

B. Permitir investimentos noutras moedas

Atualmente, as diretrizes financeiras são omissas acerca da elegibilidade dos investimentos em moeda estrangeira. Neste contexto, deve notar-se que os investimentos denominados em euros representam apenas cerca de 25% do mercado obrigacionista à escala mundial.

Propõe-se, por conseguinte, autorizar expressamente os investimentos em moedas de outras economias importantes e/ou de outros Estados-Membros da UE, no intuito de aumentar a diversificação.

Em especial, o investimento (parcial) em títulos denominados em dólares norte-americanos permitiria o acesso a grandes mercados líquidos como, por exemplo, o mercado de títulos de dívida pública dos Estados Unidos. Tal poderia ser útil, tendo em conta as restrições de liquidez supramencionadas nos mercados de euro-obrigações. Além disso, os mercados dos EUA não se caracterizam por taxas negativas e permitiriam obter exposições ao risco em

[16] Decisão C (2016) 165 da Comissão.

curvas de rendimento diferentes, eventualmente com maiores oportunidades de «carry/roll-down»[17].

O risco de perdas devido à flutuação das taxas de câmbio poderá ser coberto. Existem instrumentos de cobertura de riscos cambiais, mas as atuais diretrizes financeiras são omissas relativamente a este tipo de operação. Caso as moedas estrangeiras se tornem expressamente elegíveis, propõe-se também autorizar expressamente o recurso a derivados para cobrir o risco cambial das posições em risco não denominadas em euros. A utilização na prática desses instrumentos implicará, evidentemente, uma análise cuidadosa dos custos pertinentes e das condições de mercado prevalecentes[18].

C. Alargar o recurso aos organismos de investimento coletivo

Em 2014, uma equipa de peritos do Banco Mundial procedeu a uma avaliação das atividades de gestão de tesouraria e de ativos por parte da DG ECFIN. O Banco Mundial analisou em pormenor os processos utilizados pela ECFIN-L e concluiu que a DG ECFIN atinge os seus objetivos no que respeita à gestão das carteiras sob a sua responsabilidade, em conformidade com as normas do setor. O Banco Mundial propôs igualmente algumas recomendações no sentido de melhorar em maior grau o processo de investimento e os rendimentos

Em especial, no que diz respeito aos fundos a longo prazo, o Banco Mundial preconizou investir uma determinada percentagem desses fundos em participações de capital, eventualmente através de fundos de investimento coletivo. Estes instrumentos, se forem cuidadosamente selecionados, permitirão obter uma exposição ao risco sobre ações que se pautará por uma boa diversificação. Uma vez que as ações denotam uma menor correlação, em termos relativos, face aos investimentos de rendimento fixo, permitirão melhorar o perfil de risco e de rendimento da carteira numa perspetiva a longo prazo. Em contrapartida, a afetação de fundos a favor das ações é suscetível de aumentar a volatilidade dos rendimentos de carteira, a curto e a médio prazo. A diversificação da exposição ao risco sobre ações através de fundos (ou fundos de índices cotados) irá atenuar estes riscos.

Os organismos de investimento coletivo são já mencionados nas diretrizes atuais, mas estão associados a requisitos quanto a uma notação de crédito que não deve ser inferior a AA o que implica, na prática, que se trata apenas de organismos de investimento coletivo com rendimento fixo, sobretudo a curto prazo, excluindo a maioria dos fundos de capitais e de rendimento fixo que não dispõem de qualquer notação de crédito.

Propõe-se, por conseguinte, clarificar o âmbito das categorias de ativos e dos organismos de investimento coletivo elegíveis, a fim de permitir os investimentos em capitais próprios, bem como um alargamento dos investimentos de rendimento fixo, nomeadamente nesses organismos que se pautem por uma boa diversificação.

[17] «Carry»: em termos simples, "carry" (transporte) corresponde ao rendimento ao qual um investidor tem direito enquanto simples detentor de um título/carteira (ou seja, juros vencidos/cupões), independentemente das oscilações do valor de mercado e/ou alterações da curva; «roll-down»: normalmente, as curvas de rendimento são em declive ascendente, pelo que à medida que o prazo de vencimento remanescente diminui, e na ausência de quaisquer outras alterações, o rendimento exigido pelos investidores é menor, o que tem um efeito positivo no preço das obrigações, dado os preços variarem em proporção inversa aos rendimentos.

[18] É de observar que os serviços da Comissão adquiriram experiência com este tipo de operações, que foram autorizadas nas diretrizes relativas à gestão dos ativos do fundo de garantia do FEIE.

Em resumo, propõe-se tornar elegíveis todos os tipos de organismos de investimento coletivo (por exemplo, fundos do mercado monetário, fundos de índices cotados ou fundos mutualistas). Estes poderão proporcionar, em diferentes graus, uma exposição diversificada aos grandes índices de mercado, a certos setores geográficos e/ou a determinadas categorias de ativos como, por exemplo, os títulos de rendimento fixo e/ou ações.

D. Permitir outros instrumentos de cobertura para gerir o risco de taxa de juro

No contexto do processo de avaliação pelos pares, realizado pelo Banco Mundial, concluiu-se que, atualmente, não são autorizados instrumentos como os «*swaps*» de taxas de juro e/ou os futuros sobre obrigações. Ora, esses instrumentos constituem ferramentas que permitem gerir de forma eficiente os riscos de taxa de juro e são frequentemente utilizados, na fase atual, pelas instituições financeiras públicas. Regra geral, estes mercados são igualmente líquidos. Por exemplo, durante a crise financeira, o mercado de futuros preservou uma elevada liquidez, contrariamente ao mercado de obrigações do Estado em numerário. O recurso a esses instrumentos deve enquadrar-se no âmbito de procedimentos rigorosos de gestão dos riscos e sistemas informáticos robustos, para monitorizar e gerir os fluxos operacionais conexos e o risco intrínseco a este mercado. A utilização destes instrumentos exigirá igualmente o desenvolvimento de capacidades e infraestruturas para assegurar uma cobertura adicional e monitorizar/verificar as oscilações no valor destes instrumentos.

Conclusão

Durante o período 2012-2017 em análise, a carteira atingiu os seus objetivos que consistem em assegurar um financiamento em função das necessidades, mantendo um elevado nível de segurança e de estabilidade e obtendo um rendimento positivo acumulado satisfatório, atendendo aos parâmetros de referência pertinentes.

No entanto, ultimamente, os mercados financeiros em geral e os mercados de euro-obrigações, em particular, têm vindo a tornar-se mais problemáticos, nomeadamente devido a uma menor liquidez e a taxas de juro negativas.

Para aumentar a diversificação, a resiliência e a rendibilidade esperada a longo prazo da carteira, a Comissão considera que as diretrizes em matéria de investimento devem ser desenvolvidas em consonância com as conclusões delineadas no presente relatório. Tal permitirá à carteira manter a sua capacidade de proporcionar melhores rendimentos, com um perfil de risco adequado.

Neste contexto, a Comissão apresentará uma proposta de decisão do Conselho de alterar a Decisão 2003/77/CE, que fixa as diretrizes financeiras plurianuais para a gestão do fundo CECA em liquidação.