



ЕВРОПЕЙСКА
КОМИСИЯ

Брюксел, 2.3.2018г.
COM(2018) 84 final

ДОКЛАД НА КОМИСИЯТА ДО СЪВЕТА

**относно петгодишния преглед на многогодишните финансови насоки за
управление активите на ЕОВС при ликвидация и при завършване на
ликвидацията, управлението на активите на Изследователския фонд за въглища и
стомана**

Въведение

След изтичането на Договора за ЕОВС през 2002 г. държавите членки решиха да прехвърлят активите и задълженията на Европейската общност (понастоящем ЕС), но да ги държат отделно от общия бюджет (Протокол¹ относно финансовите последици от изтичането на срока на Договора за ЕОВС, приложен към Договора от Ница). Комисията отговаря за структурираната ликвидация на задълженията и за инвестирането на съществуващите активи на капиталовите пазари с цел генериране на приходи за финансиране на научни изследвания в секторите на въглищата и стоманата чрез Изследователския фонд за въглища и стомана. След края на процеса на ликвидация (който ще продължи до 2027 г.) тези активи ще се наричат „активи на Изследователския фонд за въглища и стомана“.

На 1 февруари 2003 г.² Съветът прие три решения, необходими за прилагането на Протокола — общо решение (2003/76/ЕО)³ и решения за установяване на насоки за управлението на активите (2003/77/ЕО)⁴ и за програмата за изследвания на Изследователския фонд за въглища и стомана (2003/78/ЕО, заменено с Решение 2008/376/ЕО)⁵.

В съответствие с член 2 от Решение 2003/77/ЕО на Съвета Комисията прави преоценка на операциите и ефективността на финансовите насоки за управлението на активите на ЕОВС при ликвидация („финансовите насоки“)⁶ на всеки пет години и предлага изменения, ако това е уместно. Последната оценка беше извършена през 2012 г., като не бяха предложени изменения. Следва да бъде изготвен последващ петгодишен доклад.

Преглед на финансовите насоки за петгодишния период 2012—2017 г.

В съответствие с Решение 2003/77/ЕО на Съвета, изменено с Решение 2008/750/ЕО на Съвета⁷, Комисията управлява активите на ЕОВС при ликвидация „по такъв начин, че да се гарантира финансовите средства да са в наличност, както и когато са необходими, като в същото време се генерира най-високата възвращаемост, което е съвместимо с това, което се прави последователно при осигуряването на висока степен на сигурност

¹ Протокол № 37 към Договора за функционирането на Европейския съюз относно финансовите последици от изтичането на срока на Договора за Европейската общност за въглища и стомана и Изследователския фонд за въглища и стомана.

² ОВ L 29, 5.2.2003 г., стр. 22.

³ Решение 2003/76/ЕО на Съвета от 1 февруари 2003 г. за определяне на мерките, необходими за прилагането на Протокола, приложен към Договора за създаване на Европейската общност, относно финансовите последици при изтичане на Договора за Европейската общност за въглища и стомана и Изследователския фонд за въглища и стомана (ОВ L 29, стр. 22).

⁴ Решение 2003/77/ЕО на Съвета от 1 февруари 2003 г. за установяване на многогодишни финансови насоки за управление на активите на ЕОВС при ликвидация и при завършване на ликвидацията, управлението на активите на Изследователския фонд за въглища и стомана (ОВ L 29, стр. 25), изменено с Решение 2008/750/ЕО на Съвета от 15.9.2008 г. (ОВ L 255, стр. 28).

⁵ Решение 2003/78/ЕО на Съвета от 1 февруари 2003 г. относно определяне на многогодишни технически насоки за програмата за изследвания на Изследователския фонд за въглища и стомана (ОВ L 29, стр. 25), заменено от Решение 2008/376/ЕО на Съвета от 29.4.2008 г. (ОВ L 130, стр. 7).

⁶ Известни също като „насоки за управление на активите“.

⁷ ОВ L 255, 23.9.2008 г., стр. 28.

и стабилност за дълъг период от време“ (точка 3 от приложението към Решение 2003/77/ЕО на Съвета).

Предвид на тези цели резултатите, постигнати въз основа на финансовите насоки през 5-годишния период (2012—2017 г.), са добри. С оглед на продължителната ситуация на ниски лихвени проценти обаче, целите вече изглеждат твърде ограничаващи, за да могат да предоставят ефективна основа за подход на разумно управление на активи⁸, който води до задоволителна възвращаемост. Поради това изглежда целесъобразно да се разшири обхватът на допустимите инвестиции, за да се позволи диверсификация на портфейла. Въз основа на предишни данни това може да доведе до увеличаване на очакваната възвращаемост в дългосрочен план, въпреки че не може да се гарантира, че това ще подобри наблюдаваната възвращаемост, по-специално в краткосрочен и средносрочен план.

Що се отнася до пазарните условия, от 2012 г. насам те са много трудни поради преобладаващата ниска доходност на пазарите на еврооблигации, дължаща се главно на ниския икономически растеж и ниската инфлация. Експанзивната парична политика на ЕЦБ, и по-специално нейната програма за закупуване на облигации, чието начало бе поставено през 2015 г., допълнително засили тази тенденция. В резултат на това доходността вече е на исторически ниски и дори на отрицателни нива. Политическата несигурност също оказва въздействие върху финансовите пазари и доведе до редица сътресения и периоди на нестабилност. Сред най-скорошните примери са кризата в Гърция и референдумът в Обединеното кралство относно членството в ЕС.

В този контекст резултатите след последния преглед през 2012 г. са положителни: средствата са били изплащани, както и когато са били поискани от ГД „Научни изследвания и иновации“, и възвращаемостта на портфейла е бил задоволителна предвид на пазарната среда и консервативните инвестиционни насоки. По-конкретно, през периода от 1 юли 2012 г. до 31 декември 2016 г. портфейлът е постигнал обща възвращаемост от + 8,3 %. Повече информация може да бъде намерена в годишните доклади на ЕОВС, както и в приложението към доклада, където е представен също така и съставът на портфейла към декември 2016 г. (вж. също приложение I към настоящия доклад)⁹.

Размерът на портфейла е намалял леко през този 5-годишен период, тъй като общата възвращаемост и новополученият финансов принос не са компенсирани кумулативните изходящи потоци в размер на 216,4 милиона евро¹⁰, платени на ГД „Научни изследвания и иновации“ и използвани за финансиране на научноизследователската дейност в секторите, свързани с производството на въглища и стомана¹¹. Като цяло, общата пазарна стойност на портфейла към 31 декември 2016 г. е възлижала на 1,69

⁸ Следва да се отбележи, че дейността по управление на активите се контролира от специална функция за управление на риска, която следи за спазването на вътрешната рамка за управление на риска на Комисията. Освен това системите и процедурите за управление на риска и активите са обект на редовни одити от страна на вътрешни и външни одитори, както и от страна на Европейската сметна палата. По отношение на управлението на средствата не бяха повдигнати съществени въпроси.

⁹ Последният доклад е „ФИНАНСОВ ДОКЛАД на Европейската общност за въглища и стомана в ликвидация (ЕОВС в ликвидация) към 31 декември 2016 г.“, (C(2017)5870).

¹⁰ Сумите, предоставени на ГД „Научни изследвания и иновации“, се основават на счетоводни данни, които са предмет на механизъм на „изглаждане“, което предполага, че в периоди на по-ниска доходност/по-ниски купони изходящите потоци могат да надвишават възвращаемостта на портфейла.

¹¹ Както е предвидено в Решение 2003/77/ЕО на Съвета.

милиарда евро в сравнение с 1,74 милиарда евро към 30 юни 2012 г., което представлява намаление с около 2,8 %.

Въпреки относително добрите резултати на портфейла на ЕОВС в сравнение със съответните референтни показатели, приходите, предназначени за финансирането на изследователски проекти за въглища и стомана, през последните години са намалели, главно в резултат на ниските лихви. Това доведе до значително намаление на доходността и оказа неблагоприятно въздействие върху приходите от портфейла, които бяха предоставени за Изследователския фонд за въглища и стомана.

Основания за изменение и предложения относно финансовите насоки

Контекст

Към края на 2016 г. резултатите на портфейла след приемането на Решение 2003/77/ЕО на Съвета са задоволителни предвид на консервативните инвестиционни насоки. Въпреки това през последните години пазарните условия се промениха значително. Що се отнася до бъдещето, условията на финансовите пазари като цяло, и по-специално на пазарите на еврооблигации станаха още по-трудни поради силно отрицателната доходност (по-специално за ценни книжа от емитенти с най-високо кредитно качество), високата степен на вероятност от материализиране на лихвения риск¹² и значителното намаляване на ликвидността (особено по отношение на облигациите на разположение за продажба). С това се увеличава вероятността от много ниска или дори отрицателна възвращаемост в бъдеще.

Към настоящия момент двете ключови работни хипотези са, че: 1) портфейлът на ЕОВС има дългосрочен инвестиционен хоризонт; и 2) в него до голяма степен липсват съществени задължения и следователно той не е предмет на значителни изходящи потоци. Въз основа на това се предлага да се разшири обхватът на потенциалните инвестиции, позволени от финансовите насоки, с цел да се смекчи във възможно най-голям степен въздействието на ниската или отрицателната доходност и да се повишат диверсификацията и устойчивостта на портфейла. По-долу са представени няколко предложения. Тези по-големи възможности за инвестиции трябва да се прилагат по начин, който отговаря на целите на мандата за запазване на капитала в дългосрочен план и за стабилност, като същевременно се подобри очакваната възвращаемост на портфейла.

Предложенията за изменение на финансовите насоки ще разширят обхвата на допустимите инвестиции от налични активи/инструменти и възможни комбинации от рискови експозиции (напр. лихвен и кредитен риск или дори някои диверсифицирани форми на риск на капиталовия пазар). Новите инвестиционни възможности ще позволят на портфейла да бъде управляван по-ефикасно (по отношение на диверсифицирането и баланса риск — възвращаемост) и да постигне по-висока очаквана възвращаемост в дългосрочен план.

¹² Като се има предвид средата, характеризираща се с много ниска доходност, в близко бъдеще рискът от повишаване на лихвените проценти се очаква да се запази висок. Така например, ако централните банки започнат да нормализират паричната политика по агресивен начин в случай на нарастваща инфлация, пазарната стойност на ценните книжа с фиксиран доход ще намалее.

Трябва да е ясно, че в зависимост от условията на пазара в краткосрочен до средносрочен план тези предложения могат да доведат до увеличаване на нестабилността на портфейла и — за ограничени периоди от време — до отрицателни резултати при необичайни или неочаквани пазарни условия.

Като цяло управлението на активи е свързано с инвестиционен риск, който не може да бъде елиминиран изцяло, и възвращаемостта на инвестициите може да бъде както положителна, така и отрицателна. През периодите на много ниски лихвени проценти и на възможно нарастване на лихвите през следващите години единственият начин да се подобри очакваната възвращаемост е да се приеме по-висок риск/по-висока нестабилност. Поради самия характер на инвестициите, променящите се пазарни условия и лихвената среда дори и най-сигурните и най-ликвидните активи може да доведат до отрицателна възвращаемост¹³.

Настоящите финансови насоки

Настоящите финансови насоки следват относително консервативен подход. Това се изразява например в строгите абсолютни пределни суми (напр. максимум 250 милиона евро на държава — членка на ЕС), високия кредитен рейтинг (например минимален кредитен рейтинг AA, с изключение на държавите — членки на ЕС, и институциите на ЕС) и ограниченията по отношение на максималния падеж (напр. най-много 10,5 години, оставащи към момента на закупуване).

Настоящите ограничения изключват инвестиции от портфейла на ЕОВС в широк кръг от финансови активи. Така например:

- ограниченията, свързани с рейтинга, изключват почти всички пазари на корпоративни облигации и кредитни инструменти на финансовия сектор. Експозицията на финансовите пазари на облигации може да осигури диверсификация и по-висока възвращаемост, което би могло да се окаже полезно за смекчаване на въздействието на отрицателните краткосрочни лихвени проценти¹⁴ в сегашната среда;
- подобни са аргументите и по отношение на ограниченията за падежа. Те пречат на инвестициите в по-дългосрочни облигации, които могат да доведат до сходни ползи¹⁵. Изменението на тези ограничения ще позволи диверсифицирано разпределение на активите и по-висока очаквана възвращаемост на портфейла, като същевременно цялостният риск на портфейла се запази на равнища, сходни със сегашните, благодарение на отрицателни ефекти на корелация;
- редица класове активи и техники за управление на риска са също изключени от сегашните инвестиционни насоки.

¹³ Към момента на изготвяне на настоящия доклад лихвеният процент по германските двугодишни облигации например възлиза на почти **минус** 0,75 % на годишна база (докато 10-годишните германски облигации предлагат само около + 0,4 % лихвен процент на годишна база).

¹⁴ Моля, вж. също така и буква Г по-долу за по-усъвършенстван начин за управление на лихвения риск/продължителност.

¹⁵ Друга полза от дългосрочните облигации е по-високата конвекция; казано по-просто, техните пазарни стойности нарастват повече за дадено намаление на лихвените проценти в сравнение с индуцираните загуби за равностойно увеличаване на лихвените проценти.

Поради това препоръката е сегашните насоки да бъдат изменени с цел да се разшири наборът от инвестиционни възможности чрез разширяване на обхвата на инвестициите, като бъдат включени нови класове активи, които се очаква да доведат до по-висока възвращаемост, коригирана спрямо риска, на портфейла на ЕОВС в дългосрочен план. Тези изменения ще бъдат съвместими с изискванията в член 2, параграф 1 от Решение 2003/76/ЕО на Съвета.

Предложени промени във финансовите насоки

А. Изменение на абсолютните пределни стойности, рейтингите и ограниченията за надежда

Предлага се да бъде възприет по-динамичен подход по отношение на техническите аспекти на изпълнението, които се нуждаят от известна гъвкавост (например по отношение на определянето на пределните стойности за риска, падежа и концентрацията).

Това ще позволи тяхното по-редовно и по-тясно адаптиране към променящите се пазарни условия. То ще се основава на наскоро приетите насоки за гаранционния фонд за Европейския фонд за стратегически инвестиции¹⁶ — друг голям портфейл, управляван от Комисията.

Толерантността към риск също би могла да се определи в по-широк план (напр. чрез изброяване на допустимите категории активи). Ограниченията биха могли да бъдат по-добре изразени в пазарна, а не в условна стойност, и да бъдат определени като максимален процент от общата пазарна стойност на портфейла. По този начин експозициите се определят по-точно, тъй като поради ниската или отрицателната доходност много ценни книжа са с цени значително над номиналната (100 %) и е възможно номиналните стойности вече да не отразяват действителната икономическа стойност на тези експозиции. Друга причина, поради която подход, при който ограниченията се определят в процентно изражение въз основа на пазарната стойност, вече е по-подходящ, са случаите, в които общата пазарна стойност на портфейла се променя вследствие на пазарна оценка или на входящи или изходящи потоци.

Б. Възможност за инвестиции в други валути

Понастоящем във финансовите насоки липсват разпоредби относно допустимостта на инвестиции в чуждестранна валута. В този контекст следва да се отбележи, че инвестициите, деноминирани в евро, представляват само около 25 % от световния пазар на облигации.

Поради това се предлага изрично да се позволи инвестирането във валутите на други големи икономики и/или други държави — членки на ЕС, с цел да се увеличи диверсификацията.

По-специално, (частичното) инвестиране в ценни книжа, деноминирани в щатски долари, ще позволи достъп до големи и ликвидни пазари, като например американския пазар на държавни дългови ценни книжа. Това може да бъде полезно предвид на посочените по-горе затруднения, свързани с ликвидността на пазарите на

¹⁶ Решение С(2016)165 на Комисията.

еврооблигации. В допълнение, американските пазари не се характеризират с отрицателни лихвени проценти и ще позволят да се получат различни експозиции по кривата на доходност, евентуално с по-добри възможности за получаване на доходи от държане на ценни книжа/портфейли („carry“) и продажба на облигации с дългосрочни падежи преди изтичането им („roll-down“)¹⁷.

Рискът от загуби, причинени от колебанията на валутния курс, може да бъде хеджиран. Съществуват инструменти за хеджиране на такъв валутен риск, но този вид операции не се споменават в настоящите финансови насоки. Ако чуждестранните валути станат изрично допустими, се предлага също така да бъдат позволени изрично дериватите за хеджиране на валутните рискове на експозициите във валути, различни от еврото. Разбира се, действителното използване на такива инструменти ще изисква внимателно разглеждане на съответните разходи и преобладаващите пазарни условия¹⁸.

В. Разширяване на обхвата на използване на предприятия за колективно инвестиране

През 2014 г. екип от специалисти от Световната банка извърши оценка на бюджетните дейности и дейностите по управление на активите на ГД „Икономически и финансови въпроси“. Световната банка преразгледа подробно процесите, използвани от това е ГД „Икономически и финансови въпроси“, отдел L, и стигна до заключението, че при управлението на портфейлите под нейна отговорност ГД „Икономически и финансови въпроси“ постига своите цели, в съответствие със стабилни секторни стандарти. Световната банка също така предложи няколко препоръки за по-нататъшно подобряване на инвестиционния процес и възвращаемостта.

По-специално, по отношение на средствата с дългосрочни перспективи Световната банка препоръчва определен процент от тези средства да бъдат инвестирани в капиталови участия, евентуално чрез колективни инвестиционни фондове. Ако бъдат избрани внимателно, тези инструменти ще позволят на портфейла да придобие добре диверсифицирана експозиция в капиталови инструменти. Тъй като капиталовите инструменти се отличават със сравнително ниска корелация с инвестициите с фиксиран доход, те ще подобрят профила риск — възвращаемост на портфейла в дългосрочна перспектива. От друга страна, увеличението на дела на инвестициите в капиталови инструменти може да увеличи нестабилността на възвращаемостта на портфейла в краткосрочен до средносрочен план. Използването на експозиция в диверсифицирани капиталови инструменти чрез фондове (или борсово търгувани фондове) ще намали тези рискове.

Предприятията за колективно инвестиране вече са посочени в настоящите насоки, но в комбинация с изискване за кредитен рейтинг, не по-нисък от AA, което *de facto* означава преди всичко предприятия за колективно краткосрочно инвестиране с фиксиран доход, като се изключват по-голямата част от фондовете с фиксиран доход и фондовете за дялово участие, които нямат кредитен рейтинг.

¹⁷ „carry“: казано с прости думи, това е доходът, който инвеститорът получава просто за притежаването на ценна книга/портфейл (например начислени лихви/купони), независимо от промените в пазарната стойност и/или движенията на кривата; „roll-down“: обикновено кривата на доходността е възходяща, поради което с намаляването на остатъчния срок до падежа на облигацията, при равни други условия, инвеститорите изискват по-ниска доходност. Това благоприятства цената на облигацията, тъй като движението на цените е обратно на това на доходността.

¹⁸ Следва да се отбележи, че службите на Комисията имат опит с подобни операции, които са разрешени в рамките на насоките за управление на активите на Гаранционния фонд за ЕФСИ.

Поради това се предлага да се изясни обхватът на допустимите класове активи и предприятията за колективно инвестиране, за да се позволят капиталовите инвестиции и да се разширят инвестициите с фиксирана доходност, включително в такива добре диверсифицирани предприятия за инвестиране.

В обобщение, предлага се всички видове предприятия за колективно инвестиране да станат допустими (например фондове на паричния пазар, борсово търгувани фондове или взаимоспомагателни фондове). Те могат да предложат диверсифицирана в различна степен експозиция в широки пазарни индекси, определени географски сектори и/или определени класове активи, като например ценни книжа с фиксиран доход и/или капиталови инструменти.

Г. Да се позволи използването на други хеджиращи инструменти за управление на лихвения риск

В рамките на партньорска проверка, извършена от Световната банка, една от забележките е, че инструменти като лихвени суапове и/или фючърси върху облигации понастоящем не са разрешени. В същото време тези инструменти представляват инструменти за ефективно управление на лихвения риск и понастоящем са често използвани от публичните финансови институции. Обикновено тези пазари също са ликвидни. Например, по време на финансовата криза пазарът на фючърси остана много ликвиден, за разлика от паричния пазар за търгуване с държавни ценни книжа. Използването на такива инструменти ще бъде съпроводено със строги процедури за риска и солидни ИТ системи, които имат за цел да бъдат следени и управлявани свързаните оперативни работни процеси и присъщият риск на този пазар. Използването на тези инструменти ще изисква също така разработването на капацитет и инфраструктура за обслужване на исканията за допълнителни обезпечения и следене/отчитане на промените в стойността на тези инструменти.

Заключение

През периода 2012—2017 г., който е предмет на оценката, портфейлът е постигнал своите цели за предоставяне на средства, както и когато е необходимо, като е поддържал висока степен на сигурност и стабилност и е постигнал задоволителна сумарна положителна възвращаемост в сравнение с референтите показатели.

Въпреки това от известно време насам условията на финансовите пазари като цяло, и по-специално на пазарите на еврооблигации станаха по-трудни, особено поради отрицателните лихвени проценти и намаляването на ликвидността.

С цел увеличаване на диверсификацията, устойчивостта и дългосрочната очаквана възвращаемост на портфейла Комисията счита, че обхватът на инвестиционните насоки следва да бъде разширен в съответствие със заключенията, представени в настоящия доклад. Това би позволило на портфейла да запази способността си за постигане на по-висока възвращаемост, съобразена с риска.

В този контекст Комисията ще представи предложение за решение на Съвета за изменение на Решение 2003/77/ЕО за установяване на многогодишни финансови насоки за управление активите на ЕОВС при ликвидация.