



Bruxelles, 2.3.2018  
COM(2018) 84 final

## **RELAZIONE DELLA COMMISSIONE AL CONSIGLIO**

**sul riesame quinquennale degli orientamenti finanziari pluriennali per la gestione dei fondi della CECA in liquidazione e, dopo la chiusura della liquidazione, del patrimonio del fondo di ricerca carbone e acciaio**

## Introduzione

A seguito della scadenza del trattato CECA nel 2002, gli Stati membri hanno deciso di trasferire le attività e le passività alla Comunità europea (ora Unione europea), tenendole però separate dal bilancio generale (protocollo<sup>1</sup> relativo alle conseguenze finanziarie della scadenza del trattato CECA, allegato al trattato di Nizza). La Commissione, oltre ad essere responsabile della liquidazione ordinata delle passività, ha il compito di investire le attività sui mercati dei capitali per generare entrate destinate a finanziare la ricerca nei settori del carbone e dell'acciaio tramite il fondo di ricerca carbone e acciaio (FRCA). Al termine del processo di liquidazione (che dovrebbe durare fino al 2027), tali attività saranno denominate "patrimonio del fondo di ricerca carbone e acciaio".

Il 1° febbraio 2003<sup>2</sup> il Consiglio ha adottato tre decisioni necessarie all'attuazione del protocollo, ossia una decisione generale (2003/76/CE)<sup>3</sup> e due decisioni che stabiliscono gli orientamenti per la gestione dei fondi (2003/77/CE)<sup>4</sup> e per il programma di ricerca dell'FRCA (2003/78/CE, sostituita dalla decisione 2008/376/CE)<sup>5</sup>.

A norma dell'articolo 2 della decisione 2003/77/CE del Consiglio, ogni cinque anni la Commissione riesamina il funzionamento e l'efficacia degli orientamenti finanziari per la gestione dei fondi della CECA in liquidazione (di seguito gli "orientamenti finanziari")<sup>6</sup> e propone le opportune modifiche. L'ultima relazione di valutazione, che non ha proposto modifiche, risale al 2012. È giunto il momento di presentare una nuova relazione quinquennale.

## Riesame degli orientamenti finanziari in relazione al quinquennio 2012-2017

Ai sensi della decisione 2003/77/CE del Consiglio, modificata dalla decisione 2008/750/CE del Consiglio<sup>7</sup>, la Commissione gestisce il patrimonio della CECA in liquidazione "in modo da assicurare che i fondi siano disponibili ove necessario, ma producano il reddito più elevato compatibilmente col mantenimento di un alto grado di sicurezza e di stabilità a lungo termine" (*punto 3 dell'allegato della decisione 2003/77/CE del Consiglio*).

Tenuto conto di questi obiettivi, nel quinquennio 2012-2017 gli orientamenti finanziari hanno inizialmente funzionato correttamente, ma ora, dato il protrarsi di un contesto caratterizzato

---

<sup>1</sup> Protocollo n. 37 allegato al trattato sul funzionamento dell'Unione europea relativo alle conseguenze finanziarie della scadenza del trattato CECA e al fondo di ricerca carbone e acciaio.

<sup>2</sup> GU L 29 del 5.2.2003, pag. 22.

<sup>3</sup> Decisione 2003/76/CE del Consiglio, del 1° febbraio 2003, che stabilisce le disposizioni necessarie all'attuazione del protocollo, allegato al trattato che istituisce la Comunità europea, relativo alle conseguenze finanziarie della scadenza del trattato CECA e al fondo di ricerca carbone e acciaio (GU L 29 del 5.2.2003, pag. 22).

<sup>4</sup> Decisione 2003/77/CE del Consiglio, del 1° febbraio 2003, che stabilisce gli orientamenti finanziari pluriennali per la gestione dei fondi della CECA in liquidazione e, dopo la chiusura della liquidazione, del patrimonio del fondo di ricerca carbone e acciaio (GU L 29 del 5.2.2003, pag. 25), modificata dalla decisione 2008/750/CE del Consiglio, del 15 settembre 2008 (GU L 255 del 23.9.2008, pag. 28).

<sup>5</sup> Decisione 2003/78/CE del Consiglio, del 1° febbraio 2003, che stabilisce gli orientamenti tecnici pluriennali per il programma di ricerca del fondo di ricerca carbone e acciaio (GU L 29 del 5.2.2003, pag. 28), sostituita dalla decisione 2008/376/CE del Consiglio, del 29 aprile 2008 (GU L 130 del 20.5.2008, pag. 7).

<sup>6</sup> Anche detti "orientamenti per la gestione dei fondi".

<sup>7</sup> GU L 255 del 23.9.2008, pag. 28.

da bassi tassi di interesse, sembrano troppo restrittivi per costituire una base efficace per un sistema di gestione prudente dei fondi<sup>8</sup> in grado di generare rendimenti soddisfacenti. Ciò considerato, si ritiene opportuno ampliare la gamma di investimenti ammissibili, al fine di consentire una diversificazione del portafoglio. Sulla base dei dati storici, si potrebbero così aumentare i rendimenti attesi a lungo termine, benché non si possa garantire che i rendimenti osservati migliorino, in particolare nel breve e medio periodo.

Le condizioni di mercato sono state molto difficili sin dal 2012, in quanto è prevalso un contesto caratterizzato da bassi rendimenti sui mercati delle obbligazioni denominate in euro, principalmente a causa della debole crescita economica e della bassa inflazione. La politica monetaria accomodante della BCE, in particolare i programmi di acquisto di obbligazioni avviati nel 2015, ha ulteriormente sostenuto questa tendenza. Di conseguenza, i rendimenti hanno ora toccato i minimi storici, raggiungendo persino livelli negativi. L'incertezza politica ha avuto ripercussioni anche sui mercati finanziari, determinando vari episodi di turbolenza e volatilità. Esempi recenti sono la crisi greca e il referendum britannico sulla permanenza nell'Unione.

Date queste premesse, i risultati ottenuti dopo il precedente riesame nel 2012 sono stati positivi: gli importi sono stati erogati come e quando richiesto dalla DG RTD e, inoltre, il rendimento del portafoglio è stato soddisfacente, considerate le condizioni di mercato e gli orientamenti prudenti in materia di investimento. Più specificamente, nel periodo compreso tra il 1° luglio 2012 e il 31 dicembre 2016, il portafoglio ha prodotto un rendimento cumulato di +8,3%. Maggiori informazioni sono reperibili nelle relazioni annuali della CECA e nell'allegato della relazione, nel quale è presentata anche la composizione del portafoglio a dicembre 2016 (cfr. anche l'allegato I della presente relazione)<sup>9</sup>.

Nel quinquennio considerato l'entità del portafoglio si è lievemente ridotta, dato che il rendimento complessivo e i nuovi contributi ricevuti non hanno compensato gli esborsi cumulativi di 216,4 milioni di EUR<sup>10</sup> versati alla DG RTD e utilizzati per il finanziamento delle ricerche nei settori connessi all'industria del carbone e dell'acciaio<sup>11</sup>. Nel complesso, il valore di mercato totale del portafoglio al 31 dicembre 2016 era pari a 1,69 miliardi di EUR, rispetto a 1,74 miliardi di EUR al 30 giugno 2012: una diminuzione del 2,8% circa.

Nonostante i risultati relativamente positivi del portafoglio della CECA rispetto ai parametri di riferimento pertinenti, negli ultimi anni le entrate destinate al finanziamento di progetti di ricerca nel settore del carbone e dell'acciaio sono diminuite, soprattutto a causa del contesto caratterizzato da bassi tassi di interesse. Si è quindi registrato un notevole calo dei rendimenti, con ripercussioni negative sulle entrate derivanti dal portafoglio che è stato possibile mettere a disposizione del fondo di ricerca carbone e acciaio.

---

<sup>8</sup> La gestione delle attività è sottoposta al controllo di una specifica funzione di gestione del rischio, che verifica il rispetto del quadro di gestione del rischio interno della Commissione. Inoltre, i sistemi e le procedure di gestione del rischio e delle attività sono oggetto di audit periodici da parte di revisori interni ed esterni e della Corte dei conti europea. Non sono emerse questioni rilevanti in relazione alla gestione dei fondi.

<sup>9</sup> La relazione più recente è la "*Financial Report of the European Coal and Steel Community in Liquidation (ECSC i.L.) at 31 December 2016*", C(2017)5870 (relazione finanziaria della Comunità europea del carbone e dell'acciaio in liquidazione al 31 dicembre 2016).

<sup>10</sup> Gli importi messi a disposizione della DG RTD si basano su dati contabili soggetti ad un meccanismo di "perequazione", in base al quale in periodi di rendimenti più bassi/cedole più basse gli esborsi possono superare i rendimenti del portafoglio.

<sup>11</sup> Come previsto dalla decisione 2003/77/CE del Consiglio.

## Motivazione delle modifiche e proposte relative agli orientamenti finanziari

### Contesto

Alla fine del 2016 il rendimento del portafoglio dopo l'adozione della decisione 2003/77/CE del Consiglio era soddisfacente, considerati gli orientamenti prudenti in materia di investimento. Nel corso degli ultimi anni, tuttavia, le condizioni di mercato sono notevolmente cambiate. In prospettiva, le condizioni sui mercati finanziari in generale, e sui mercati delle obbligazioni denominate in euro in particolare, sono diventate ancora più difficili, a causa dei rendimenti fortemente negativi (in particolare dei titoli degli emittenti con la qualità creditizia più elevata), dell'alta probabilità del materializzarsi del rischio di tasso di interesse<sup>12</sup> e della forte riduzione della liquidità (soprattutto in termini di obbligazioni disponibili per l'acquisto), aumentando le probabilità del perdurare di rendimenti molto bassi o persino negativi.

Al momento due sono le principali ipotesi di lavoro: 1) il portafoglio della CECA ha una prospettiva di investimento a lungo termine e 2) è relativamente libero da passività rilevanti, per cui non è soggetto a deflussi cospicui. Su queste basi si propone di ampliare la gamma di investimenti potenziali ammessi dagli orientamenti finanziari, al fine di attenuare il più possibile l'impatto dei rendimenti bassi o negativi e di accrescere la diversificazione e la resilienza del portafoglio. Di seguito si espongono varie proposte. Le maggiori possibilità di investimento devono essere sfruttate in modo compatibile con la conservazione del capitale in una prospettiva a lungo termine e con gli obiettivi di stabilità del mandato, migliorando al tempo stesso i rendimenti attesi del portafoglio.

Le proposte di modifica degli orientamenti finanziari mirano ad ampliare la gamma di investimenti ammissibili in termini di attività finanziarie/strumenti disponibili e di possibili combinazioni di esposizioni al rischio (per esempio rischio di interesse e di credito o anche alcune forme diversificate di rischio del mercato azionario). Le nuove opportunità di investimento consentirebbero una gestione più efficiente del portafoglio (in termini di diversificazione e di *trade-off* tra rischio e rendimento) con rendimenti attesi più elevati nel lungo periodo.

Resta comunque inteso che a breve e medio termine queste proposte potrebbero, a seconda delle condizioni di mercato, aumentare la volatilità del portafoglio e comportare anche, per periodi limitati, rendimenti negativi, in presenza di condizioni di mercato insolite o impreviste.

In generale, la gestione dei fondi comporta un rischio di investimento che non può essere del tutto eliminato, e i rendimenti degli investimenti effettuati possono essere positivi o negativi. Nei periodi caratterizzati da tassi di interesse molto bassi e probabili aumenti dei tassi nel corso degli anni successivi, l'unico modo di migliorare i rendimenti attesi è accettare un rischio più elevato/una volatilità più elevata. A causa della natura intrinseca degli

---

<sup>12</sup> Dato il contesto caratterizzato da bassissimi rendimenti, il rischio di aumento dei tassi di interesse dovrebbe restare elevato nel prossimo futuro. Per esempio, se le banche centrali iniziano a normalizzare in modo aggressivo la politica monetaria in risposta all'aumento dell'inflazione, il valore di mercato dei titoli a reddito fisso diminuirà.

investimenti, delle mutevoli condizioni di mercato e dei tassi di interesse, anche le attività liquide e sicure possono avere rendimenti negativi<sup>13</sup>.

### Orientamenti finanziari vigenti

Gli orientamenti finanziari vigenti seguono un approccio relativamente prudente, che si riflette, per esempio, in rigorosi importi massimi assoluti (per esempio importo massimo di 250 milioni di EUR per Stato membro dell'UE), rating di credito elevati (per esempio rating di credito minimo "AA", fatta eccezione per gli Stati membri e le istituzioni dell'UE) e restrizioni relative alla maturità residua massima (per esempio non superiore a 10,5 anni dalla data di acquisto).

Le restrizioni attuali escludono gli investimenti del portafoglio CECA in una vasta gamma di attività finanziarie. Per esempio:

- le restrizioni in materia di rating escludono quasi tutti i mercati delle obbligazioni societarie e finanziarie. L'esposizione a questi ultimi potrebbe offrire diversificazione e rendimenti più elevati, che possono rivelarsi utili per attenuare l'impatto dei tassi a breve termine<sup>14</sup> negativi nel contesto attuale;
- argomenti analoghi valgono anche per quanto riguarda i limiti relativi alla maturità residua, che impediscono di effettuare investimenti in obbligazioni a più lunga scadenza e ottenere così vantaggi analoghi<sup>15</sup>. La modifica di queste restrizioni consentirebbe allocazioni diversificate delle attività, con rendimenti attesi più elevati per il portafoglio, pur mantenendo nel complesso il rischio per il portafoglio a livelli simili a quelli attuali, grazie agli effetti della correlazione negativa;
- i vigenti orientamenti in materia di investimento escludono anche alcune classi di attività e tecniche di gestione del rischio.

Pertanto, si raccomanda di modificare gli orientamenti vigenti per consentire l'espansione della gamma di possibilità di investimento ampliando i limiti di investimento con l'inserimento di nuove classi di attività che dovrebbero permettere al portafoglio della CECA di ottenere a lungo termine rendimenti corretti per il rischio più elevati. Tali modifiche sarebbero compatibili con il disposto dell'articolo 2, paragrafo 1, della decisione 2003/76/CE del Consiglio.

### Proposte di modifica degli orientamenti finanziari

#### *A. Adeguare le restrizioni in materia di limiti assoluti, rating e maturità residua*

---

<sup>13</sup> Per esempio, al momento della stesura della presente relazione il tasso di interesse sulle obbligazioni tedesche a 2 anni, è pari a quasi **meno** 0,75% l'anno (mentre le obbligazioni tedesche a 10 anni offrono un tasso di interesse di appena +0,4% circa l'anno).

<sup>14</sup> Cfr. anche la lettera D infra per una strategia più complessa di gestione del rischio di tasso di interesse/durata.

<sup>15</sup> Un altro vantaggio delle obbligazioni a più lungo termine è la maggiore convessità: in parole semplici, in caso di riduzione dei tassi, i loro valori di mercato registrano un incremento maggiore rispetto alle perdite indotte da un rialzo equivalente dei tassi.

Si propone di adottare un approccio più dinamico per quanto riguarda gli aspetti tecnici dell'attuazione che richiedono una certa flessibilità (per esempio la determinazione del rischio, della maturità residua e dei limiti di concentrazione).

Ciò permetterebbe di calibrarli con maggiore regolarità e con maggiore precisione rispetto all'evoluzione delle condizioni di mercato. L'approccio si baserebbe sugli orientamenti adottati di recente per il fondo di garanzia del Fondo europeo per gli investimenti strategici<sup>16</sup>, uno dei più importanti portafogli gestiti dalla Commissione.

Anche la tolleranza al rischio potrebbe essere definita in termini più generali (per esempio elencando le categorie di attività ammissibili propriamente dette). I limiti potrebbero essere espressi meglio in termini di valore di mercato invece che di valore nozionale e definiti in termini di esposizioni percentuali massime del valore totale di mercato del portafoglio. Le esposizioni sarebbero così definite in modo più preciso, dato che, a causa del contesto caratterizzato da rendimenti bassi o negativi, il prezzo di molti titoli è notevolmente sopra la pari (100%) ed è possibile che i valori nominali non rispecchino più il valore economico reale di tali esposizioni. Un altro motivo per cui un approccio che fissa il limite ad una percentuale del valore di mercato ha assunto maggiore pertinenza è che il valore totale di mercato del portafoglio potrebbe variare in funzione sia della valutazione di mercato sia di afflussi o deflussi.

#### *B. Permettere investimenti in altre valute*

Attualmente gli orientamenti finanziari tacciono riguardo all'ammissibilità degli investimenti in valuta estera. In questo contesto è bene ricordare che gli investimenti denominati in euro rappresentano soltanto il 25% circa del mercato obbligazionario mondiale.

Si propone quindi, al fine di accrescere la diversificazione, di permettere espressamente gli investimenti in valute di altre grandi economie e/o di altri Stati membri dell'UE.

In particolare, la possibilità di investire (parzialmente) in titoli denominati in dollari USA consentirebbe di accedere a mercati liquidi e di grandi dimensioni, come il mercato del debito pubblico statunitense. Ciò potrebbe rivelarsi utile, dati i summenzionati vincoli di liquidità sui mercati delle obbligazioni denominate in euro. Inoltre, i mercati degli Stati Uniti non sono caratterizzati da tassi negativi e permetterebbero di ottenere esposizioni a diverse curve dei rendimenti, con opportunità potenzialmente maggiori in termini di *carry/roll-down*<sup>17</sup>.

Il rischio di perdite dovute alla fluttuazione del tasso di cambio potrebbe essere coperto. Esistono strumenti di copertura di tale rischio valutario, ma i vigenti orientamenti finanziari tacciono su questo tipo di operazione. Nel caso in cui le valute estere divenissero espressamente ammissibili, si propone di permettere in modo esplicito anche i derivati per coprire il rischio di cambio delle esposizioni non denominate in euro. Naturalmente l'uso

---

<sup>16</sup> Decisione C(2016) 165 della Commissione.

<sup>17</sup> “*Carry*”: in parole semplici, per “*carry*” si intende il reddito cui ha diritto un investitore per il semplice fatto di detenere un titolo/portafoglio (ossia, interessi maturati/cedole), a prescindere dalle variazioni del valore di mercato e/o dei movimenti della curva. “*Roll-down*”: di norma la curva dei rendimenti è inclinata positivamente; pertanto, a parità di altre condizioni, man mano che la scadenza dell'obbligazione si avvicina il rendimento chiesto dagli investitori diminuisce, il che ha un effetto positivo sul prezzo dell'obbligazione, dato che l'andamento dei prezzi è inverso rispetto a quello dei rendimenti.

effettivo di tali strumenti comporterebbe un esame attento dei relativi costi e delle condizioni prevalenti sul mercato<sup>18</sup>.

### *C. Ampliare il ricorso ai veicoli di investimento collettivo*

Nel 2014 un gruppo di specialisti della Banca mondiale ha effettuato una valutazione delle attività della DG ECFIN relative alla gestione della tesoreria e delle attività finanziarie. La Banca mondiale, dopo aver svolto un esame accurato delle procedure seguite dalla direzione L della DG ECFIN, ha concluso che nella gestione dei portafogli sotto la sua responsabilità la DG ECFIN realizza i propri obiettivi nel rispetto di solide norme del settore. La Banca mondiale ha anche formulato alcune raccomandazioni per migliorare ulteriormente il processo di investimento e i rendimenti.

In particolare, per quanto riguarda i fondi con orizzonti di lungo termine, la Banca mondiale ha raccomandato di investire una certa percentuale in partecipazioni azionarie, possibilmente tramite fondi di investimento collettivo. Questi strumenti, se scelti con cura, permetteranno di ottenere una buona diversificazione dell'esposizione del portafoglio in strumenti di capitale. Poiché presentano una correlazione relativamente bassa con gli investimenti a reddito fisso, gli strumenti di capitale migliorerebbero il profilo di rischio/rendimento del portafoglio in una prospettiva a lungo termine. D'altro canto, gli investimenti in strumenti di capitale possono aumentare la volatilità dei rendimenti del portafoglio a breve e medio termine. La diversificazione dell'esposizione su strumenti di capitale tramite fondi (o ETF) attenuerà tali rischi.

Gli orientamenti vigenti menzionano già i veicoli di investimento collettivo, ma li associano al requisito di un rating del credito non inferiore ad "AA", il che di fatto riduce sostanzialmente la scelta ai soli veicoli collettivi a reddito fisso a breve termine, escludendo la maggior parte dei fondi a reddito fisso e dei fondi di investimento azionario senza rating del credito.

Si propone pertanto di chiarire la gamma di classi di attività e di veicoli di investimento collettivo ammissibili, al fine di permettere gli investimenti in strumenti di capitale e ampliare gli investimenti a reddito fisso, anche in tali veicoli ben diversificati.

In sostanza, si propone di rendere ammissibili tutti i tipi di veicoli di investimento collettivo (per esempio fondi comuni monetari, ETF, fondi comuni di investimento). Questi possono, in varia misura, offrire un'esposizione diversificata agli indici generali di mercato, a taluni settori geografici e/o a particolari classi di attività, per esempio a reddito fisso e/o strumenti di capitale.

### *D. Autorizzare altri strumenti di copertura per gestire il rischio di tasso di interesse*

Nel contesto di una verifica *inter pares* svolta dalla Banca mondiale è stato osservato che al momento non sono ammessi strumenti quali gli *swap* su tassi di interesse e/o i *future* su obbligazioni. Tuttavia, questi strumenti consentono di gestire con efficienza il rischio di tasso di interesse e attualmente le istituzioni finanziarie pubbliche vi fanno frequente ricorso. Di norma si tratta inoltre di mercati liquidi. Per esempio, durante la crisi finanziaria il mercato dei *future* è rimasto estremamente liquido, al contrario del mercato dei titoli di Stato a pronti. L'uso di tali strumenti si baserebbe su rigorose procedure in materia di rischio e su solidi

---

<sup>18</sup> Si ricorda che i servizi della Commissione hanno acquisito esperienza con queste operazioni, che sono state autorizzate negli orientamenti relativi alla gestione delle attività del fondo di garanzia del FEIS.

sistemi informatici che consentano di effettuare verifiche e far fronte ai relativi flussi operativi connessi e al rischio intrinseco di questo mercato. Richiederebbe inoltre lo sviluppo di capacità e infrastrutture per gestire le richieste di margini e per tener traccia e rendere conto delle variazioni del valore di tali strumenti.

## **Conclusione**

Durante il periodo esaminato 2012-2017 il portafoglio ha conseguito gli obiettivi di fornire i fondi secondo le esigenze, di mantenere un alto grado di sicurezza e di stabilità e di generare un rendimento positivo cumulativo soddisfacente rispetto ai parametri di riferimento pertinenti.

Da un po' di tempo, tuttavia, le condizioni sui mercati finanziari in generale e sui mercati delle obbligazioni denominate in euro in particolare sono diventate più difficili, soprattutto a causa dei tassi di interesse negativi e della riduzione della liquidità.

Per accrescere la diversificazione, la resilienza e i rendimenti attesi a lungo termine del portafoglio, la Commissione ritiene che gli orientamenti in materia di investimento debbano essere ampliati in linea con le conclusioni espresse nella presente relazione. Ciò permetterebbe al portafoglio di mantenere la propria capacità di produrre rendimenti corretti per il rischio più elevati.

In questo contesto, la Commissione presenterà una proposta di decisione del Consiglio per modificare la decisione 2003/77/CE che stabilisce gli orientamenti finanziari pluriennali per la gestione dei fondi della CECA in liquidazione.