



Bruxelles, den 16.5.2022  
COM(2022) 213 final

**BERETNING FRA KOMMISSIONEN TIL EUROPA-PARLAMENTET OG RÅDET**

**om den fælles hensættelsesfond i 2021**

{SWD(2022) 143 final}

# Indholdsfortegnelse

|   |           |
|---|-----------|
| <b>INDLEDNING .....</b>   | <b>2</b>  |
| <b>1. AFSNIT I .....</b>  | <b>4</b>  |
| 1.1. Den fælles hensættelsesfonds rolle .....   | 4         |
| 1.2. Struktur og hensættelser i den fælles hensættelsesfond .....   | 5         |
| 1.3. Vigtige delmål i 2021.....   | 5         |
| 1.4. Regnskab for den fælles hensættelsesfond pr. 31. december 2021 .....   | 6         |
| 1.5. Træk på garantien og betalingsanmodninger .....  | 6         |
| 1.6. Effektiv tilførselssats .....  | 6         |
| <b>2. AFSNIT II.....</b>  | <b>8</b>  |
| 2.1. Investeringsstrategi .....   | 8         |
| 2.2. Porteføljens sammensætning og egenskaber .....   | 9         |
| 2.3. Den fælles hensættelsesfonds resultater i 2021 .....   | 10        |
| <b>3. AFSNIT III.....</b>   | <b>12</b> |
| 3.1. Spredning af investeringsuniverset .....   | 12        |
| 3.2. Inddragelse af miljømæssige, sociale og ledelsesmæssige (ESG) faktorer i benchmarket for den fælles hensættelsesfond ..... | 12        |
| 3.3. Konklusioner.....  | 13        |

## INDLEDNING

Denne beretning er den første årlige beretning om den fælles hensættelsesfond<sup>1</sup> for perioden fra den 1. januar 2021 til den 31. december 2021.

Den fælles hensættelsesfond ligger inde med de hensættelser, som beskytter EU-budgettet mod tab, som kan opstå i forbindelse med transaktioner, der understøttes af finansielle instrumenter, budgetgarantier eller finansiell bistand til tredjelande, der er fastsat ved forskellige EU-retsakter.<sup>2</sup>

Den fælles hensættelsesfond blev oprettet i januar 2021. Ved udgangen af 2021 var markedsværdien på 12,31 mia. EUR, hvilket gør den til langt den største portefølje, der forvaltes direkte af Kommissionen.<sup>3</sup>

Den fælles hensættelsesfond er den kapitalreserve, hvorfra der trækkes midler for fuldt ud og hurtigt at dække alle påkrævede udgående pengestrømme og træk på garantier fra de finansielle instrumenter, budgetgarantier og tilvejebragte låneprogrammer. For at fungere som en pålidelig buffer for disse træk forvaltes den fælles hensættelsesfond på en måde, der som minimum bør tilstræbe kapitalbevarelse i sin investeringshorisont (9 år)<sup>4</sup>. Makroøkonomisk volatilitet, der fik en negativ indvirkning på fondens resultater i 2021, giver nye udfordringer med hensyn til at nå dette mål på kort sigt.

I denne beretning skitseres den vigtigste udvikling i den fælles hensættelsesfonds funktion i 2021, dens finansielle og investeringsmæssige kendetegn præsenteres i forhold til den aktuelle markedssituation, og der gives en beskrivelse af de fremadrettede foranstaltninger, som Kommissionen agter at træffe på grundlag af erfaringerne fra fondens første driftsår. Den fokuserer på aspekterne ved forvaltning af aktiver, og eventualforpligtelser vil også blive drøftet i beretningen i henhold til artikel 250 i finansforordningen.

---

<sup>1</sup> I henhold til finansforordningens artikel 214 (Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU, Euratom) 2018/1046 af 18. juli 2018 om de finansielle regler vedrørende Unionens almindelige budget, om ændring af forordning (EU) nr. 1296/2013, (EU) nr. 1301/2013, (EU) nr. 1303/2013, (EU) nr. 1304/2013, (EU) nr. 1309/2013, (EU) nr. 1316/2013, (EU) nr. 223/2014, (EU) nr. 283/2014 og afgørelse nr. 541/2014/EU og om ophævelse af forordning (EU, Euratom) nr. 966/2012 (EUT L 193 af 30.7.2018, s. 1)) aflægger Kommissionen hvert år beretning til Europa-Parlamentet og Rådet om den fælles hensættelsesfond. Retningslinjerne for forvaltning af aktiver i den fælles hensættelsesfond (Kommissionens afgørelse af 25.3.2020 om retningslinjerne for forvaltning af aktiver i den fælles hensættelsesfond (C(2020) 1896 final (EUT C 131 af 22.4.2020, s. 3)) indeholder yderligere retningslinjer om indholdet af denne beretning.

<sup>2</sup> Artikel 212 i finansforordningen.

<sup>3</sup> De øvrige porteføljer med en samlet værdi på 6 mia. EUR omfatter EKSF, BUFI, PGF, RCAM og PL01.

<sup>4</sup> Artikel 2, stk. 1, i retningslinjerne for forvaltning af aktiver.

**Beretningen består af tre afsnit:**

- I afsnit I præsenteres den fælles hensættelsesfonds rolle og struktur samt den vigtigste udvikling i dens funktion i 2021. Afsnittet indeholder også en oversigt over træk på garantier og transaktioner samt oplysninger om niveauet for den effektive tilførselsats.
- I afsnit II fokuseres der på porteføljens sammensætning, risikoprofil og resultater i 2021, som præsenteres i forhold til benchmarket samt dens miljømæssige, sociale og ledelsesmæssige profil (ESG). Der findes også en beskrivelse af markedsmiljøet og udviklingen, der dannede grundlag for fondens resultater i 2021.
- I afsnit III præsenteres erfaringerne fra fondens første driftsår sammen med en beskrivelse af de skridt, som Kommissionen agter at tage for at sikre den fælles hensættelsesfonds værdibeskyttelse og vækstmuligheder på længere sigt.

# 1. AFSNIT I

## 1.1. Den fælles hensættelsesfonds rolle

I den nuværende flerårige finansielle ramme (FFR 2021-2027) skal EU-budgettet reagere på miljømæssige, strategiske og socioøkonomiske udfordringer. Budgetgarantier har allerede under den foregående FFR vist sig at være et holdbart middel til at øge den politiske virkning af begrænsede offentlige finanser, og Kommissionen har udvidet sin anvendelse deraf til at støtte investeringer. Denne logik ligger til grund for initiativer såsom Den Europæiske Fond for Strategiske Investeringer (EFSI) og InvestEU-programmet.

Anvendelsen af garantier er også blevet udvidet til at omfatte det eksterne område gennem Den Europæiske Fond for Bæredygtig Udvikling Plus (EFSD +) under garantien for foranstaltninger udadtil, der blev oprettet ved NDICI-forordningen<sup>5</sup>. Garantien for foranstaltninger udadtil består af en blanding af garantier og garanterede lån til investeringer og makrofinansiel bistand til førtiltrædelseslande, nabolande og andre lande.

Ved udgangen af 2020 dækkede EU-budgettet eventualforpligtelser<sup>6</sup> på ca. 63 mia. EUR for de garantier, der blev stillet i forbindelse med EFSI, Den Europæiske Fond for Bæredygtig Udvikling (EFSD) og det eksterne låne mandat (ELM).

Under den nuværende FFR forventes anvendelsen af budgetgarantier at stige yderligere gennem bl.a. InvestEU-programmet, som fastsætter eventualforpligtelser<sup>7</sup> på 26,2 mia. EUR til støtte for investeringer, der bidrager til målene i Unionens interne politikker.

Den fælles hensættelsesfond blev oprettet for at forvalte hensættelser til dækning af finansielle forpligtelser, der stilles til rådighed i EU-budgettet, således at de kan frigives, når det er nødvendigt for at dække tab som følge af misligholdte transaktioner<sup>8</sup>. Den fælles hensættelsesfond udgør en stor pulje af aktiver, som Kommissionen kan trække på for hurtigt at dække de krævede udgående pengestrømme og træk på garantier. Den er opdelt i flere segmenter, som svarer til de finansielle forpligtelser under de respektive instrumenter og programmer.

Under finansforordningens afsnit X har Kommissionen som finansiel forvalter et særligt ansvar for at oprette den fælles hensættelsesfond, fastlægge dens investeringsstrategi og føre tilsyn med dens forsvarlige forvaltning.

---

<sup>5</sup> Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2021/947 af 9. juni 2021 om oprettelse af instrumentet for naboskab, udviklingssamarbejde og internationalt samarbejde – et globalt Europa, og om ændring og ophævelse af Europa-Parlamentets og Rådets afgørelse nr. 466/2014/EU og ophævelse af Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2017/1601 og Rådets forordning (EF, Euratom) nr. 480/2009 (EUT L 209 af 14.6.2021, s. 1).

<sup>6</sup> Eventualforpligtelser er EU's potentielle finansielle forpligtelser, som skyldes eksisterende bindende forpligtelser eller tidligere begivenheder. Hvorvidt de vil føre til faktiske tab, afhænger af fremtidige begivenheder, der ikke fuldt ud kontrolleres af EU.

<sup>7</sup> Yderligere oplysninger om budgetgarantier og eventualforpligtelser findes i arbejdsdokumentet, del XI, i Den Europæiske Unions almindelige budget (COM(2021) 300), og i beretningen, der aflægges i henhold til finansforordningens artikel 250 (COM(2021) 676 final).

<sup>8</sup> Den fælles hensættelsesfond understøtter systemet med forskellige former for støtte, som EU vil yde under den nuværende FFR, navnlig InvestEU og EFSD +. Den fælles hensættelsesfond akkumulerer også aktiver fra ældre bidragende instrumenter under de tidligere FFR'er (EFSI, EFSD, Garantifonden for Aktioner i forhold til Tredjeland (GFEA)).

## 1.2. Struktur og hensættelser i den fælles hensættelsesfond

Den fælles hensættelsesfond oprettes og fungerer som en enkelt intern samlet portefølje med en enkelt investeringsstrategi, der er adskilt fra de andre porteføljer, som forvaltes af Kommissionen. Eventuelle genererede gevinster geninvesteres.

Ressourcerne i den fælles hensættelsesfond opgøres i segmenter med henblik på at spore de beløb, der vedrører de forskellige bidragende instrumenter<sup>9</sup>. Dette er nødvendigt for at sikre, at det tilsvarende instrument tildeles sin andel af ressourcerne og eventuelt udbytte eller tab i forhold til de aktiver, der skyldes. Omkostningerne ved misligholdte transaktioner henføres til de respektive segmenter. Hvis et segment i den fælles hensættelsesfond udtømmes, kan der midlertidigt trækkes på et andet segment, som genopfyldes på et senere tidspunkt.

Den 31. december 2021 bestod den fælles hensættelsesfond af fire segmenter (EFSI, EFSD, GFEA<sup>10</sup> og InvestEU). I 2021 modtog den 12,44 mia. EUR i nettobidrag. Pr. 31. december 2021 var markedsværdien af de udestående andele 12,31 mia. EUR, hvilket svarer til værdien af nettoaktiverne.

I perioden 2022-2030 forventes den fælles hensættelsesfond at modtage indgående pengestrømme på yderligere 19,3 mia. EUR fra de bidragende instrumenter med årlige indgående pengestrømme på 1-3 mia. EUR. Disse indgående pengestrømme kan opvejes af udgående pengestrømme for at imødekomme træk på garantien og støtteberettigede omkostninger. Den fælles hensættelsesfond forventes at nå op på over 20 mia. EUR i perioden 2026-2027.

Udviklingen i porteføljen beskrives nærmere i det arbejdsdokument fra Kommissionens tjenestegrene, der ledsager denne beretning.

## 1.3. Vigtige delmål i 2021

Efter vedtagelsen af retningslinjerne for forvaltning af aktiver indførte Kommissionen hurtigt alle juridiske, administrative og tekniske ordninger, herunder oprettelse af konti, definition af investeringsstrategien, fastsættelse af benchmarket og risikogrænser. Den fælles hensættelsesfond påbegyndte sine aktiviteter den 1. januar 2021 efter at have modtaget overførslen af EFSI-garantifondens portefølje<sup>11</sup>. De første indgående pengestrømme fra ressourcer i FFR 2021-2027 blev modtaget den 30. juni 2021 med den første rate af InvestEU-hensættelserne. Den 1. august 2021 blev hensættelserne til EFSD og GFEA uden problemer overført til den fælles hensættelsesfond. Overdragelsen af GFEA-porteføljen var en kompleks transaktion, der krævede fleksibel koordinering med dens tidligere forvalter, Den Europæiske Investeringsbank.

Den tekniske og operationelle infrastruktur i den fælles hensættelsesfond er nu veletableret og afprøvet i praksis. Den er klar til yderligere bidrag og åbning af nye segmenter, når hensættelser overføres af de bidragende instrumenter.

---

<sup>9</sup> I henhold til artikel 3 i retningslinjerne for forvaltning af aktiver tildeles ressourcerne fra den fælles hensættelsesfond i segmenter svarende til hvert af de bidragende instrumenter som beskrevet i artikel 1 i retningslinjerne for forvaltning af aktiver.

<sup>10</sup> Garantifonden for Aktioner i forhold til Tredjeland, der ligger inde med hensættelserne til programmerne ELM, MFA (makrofinansiel bistand) og Euratom.

<sup>11</sup> Detaljerne i den forberedende fase samt redegørelser for fondens struktur og funktion blev forelagt for Europa-Parlamentet og Rådet i Kommissionens meddelelse om idriftsættelsen af den fælles hensættelsesfond (COM(2021) 88 final).

#### **1.4. Regnskab for den fælles hensættelsesfond pr. 31. december 2021**

Den fælles hensættelsesfonds nettoaktiver var på 12,31 mia. EUR pr. 31. december 2021<sup>12</sup>. Ifølge den aktuelle investeringsstrategi (se afsnit 2.1) omfattede de vigtigste aktiver værdipapirporteføljen, der hovedsagelig investerede i "investment grade"-obligationer (statsobligationer, SSA-obligationer<sup>13</sup>, virksomhedsobligationer og finansielle obligationer), klassificeret som dagsværdi via resultatopgørelsen (11,27 mia. EUR) og kontanter og likvide midler (1,03 mia. EUR).

Med hensyn til resultatopgørelsen for 2021 afsluttede den fælles hensættelsesfond året med et økonomisk resultat på -133,3 mio. EUR. Den fælles hensættelsesfonds resultater og dens makroøkonomiske kontekst vil blive drøftet yderligere i de næste to afsnit.

Yderligere oplysninger om regnskabet findes i det arbejdsdokument fra Kommissionens tjenestegrene, der ledsager denne beretning.

#### **1.5. Træk på garantien og betalingsanmodninger**

Likviditetsstyringen for træk på garantien og betalingsanmodninger er bygget op omkring begrebet likviditetsbuffer som fastsat i retningslinjerne for forvaltning af aktiver. Likviditetsbufferen består af begrænsede kontantbeholdninger i Kommissionens centrale finansforvaltning til dækning af de forventede, umiddelbart forestående udgående pengestrømme fra de instrumenter, der bidrager til den fælles hensættelsesfond. Ud af et samlet beløb på 165 mio. EUR, som bufferen<sup>14</sup> indeholdt, blev der udbetalt et nettobeløb på 73,5 mio. EUR i 2021. Likviditetsbufferens resterende saldo beløb sig til 91,5 mio. EUR ved udgangen af 2021.

Disse træk i 2021 på den fælles hensættelsesfond fra de respektive budgetgarantier samt andre træk på de ressourcer, som findes i den fælles hensættelsesfonds segmenter, kan sammenfattes som følger<sup>15</sup>:

- Der er ikke foretaget træk under EFSD-garantien.
- Træk på garantien på 66,5 mio. EUR blev betalt under ELM-garantien. Desuden var der mindre driftsudgifter på lidt under 0,1 mio. EUR.
- Nettoforbruget af EFSI-garantien beløb sig til 6,9 mio. EUR, herunder positive nettoværdireguleringer af aktieporteføljer på 7,6 mio. EUR, udgående pengestrømme på 11,1 mio. EUR knyttet til udgiftsområdet for eksponeringer i udenlandsk valuta, udgående pengestrømme på 0,9 EUR for træk på garantien i SMV-vinduet og udgifter på 2,5 mio. EUR.

#### **1.6. Effektiv tilførselssats**

Hvert segment i den fælles hensættelsesfond indeholder aktiver, der er hensat fra EU-budgettet, og som benyttes til dækning af eventualforpligtelser, som afholdes af det tilsvarende

---

<sup>12</sup> Alle værdier præsenteres på dagsværdibasis.

<sup>13</sup> Statsobligationer, overstatslige obligationer og agenturobligationer.

<sup>14</sup> Likviditetsbufferen holdes uden for den fælles hensættelsesfond. Den føjes til de kontante og likvide midler (1,03 mia. EUR) i den fælles hensættelsesfond.

<sup>15</sup> Det er vigtigt at nævne, at der kan opstå betalinger i 2022 eller senere, som kan kræve efterfølgende justering af 2021-regnskabet.

budgetgarantiinstrument. Disse hensættelser udgør en procentdel af eventualforpligtelserne som fastsat i retsakten<sup>16</sup>.

Ikke alle segmenter i den fælles hensættelsesfond vil opleve træk på garantien med samme intensitet på samme tid. Denne iboende spredning med hensyn til tid og omfang af træk på de forskellige segmenter gør det muligt at reducere de samlede hensættelser til den fælles hensættelsesfond (for alle segmenter) til under det beløb, der ville følge af en sammenlægning af hensættelserne for de forskellige segmenter, når de beregnes separat.

Denne spredningseffekt anerkendes i finansforordningens artikel 213, som giver Kommissionen mulighed for at fastsætte et niveau for den "effektive tilførselssats", som er lavere end det, der følger af en simpel sammenlægning af de separat beregnede hensættelser. Den effektive tilførselssats afspejler den andel af de samlede hensættelser til segmenterne i den fælles hensættelsesfond, der skal tilbageholdes i fonden efter spredningseffekten. Den effektive tilførselssats udtrykkes som en procentdel med en nedre grænse på 95 % og beregnes som et forhold mellem:

- mængden af kontanter og likvide midler i den fælles hensættelsesfond, der kræves til træk på garantien, og
- den samlede mængde kontanter og likvide midler, der ville være påkrævet i hver garantifond til træk på garantien, hvis ressourcerne blev opbevaret og forvaltet separat.

Den effektive tilførselssats beregnes årligt på grundlag af observationer af korrelationen mellem forventede træk<sup>17</sup> på forskellige segmenter og finder kun anvendelse på de ressourcer i den fælles hensættelsesfond, der er planlagt til betaling af træk på garantien inden for en tidshorisont på et år.

Ved beregningen af den effektive tilførselssats for første gang i 2021 blev Kommissionen konfronteret med, at EFSI var det eneste aktive segment i den fælles hensættelsesfond i første halvdel af 2021 og i løbet af året langt det største instrument i den fælles hensættelsesfond. Dette eliminerer muligheden for enhver spredning på tværs af segmenter. Den effektive tilførselssats for 2021 blev derfor fastsat til 100 %<sup>18</sup>.

---

<sup>16</sup> Disse hensættelser må ikke ligge under en procentsats, der er fastsat i retsakten om oprettelse af budgetgarantien, da garantien ellers anses for at være utilstrækkeligt dækket ind.

<sup>17</sup> Risikomålene for de forskellige programmer udarbejdes officielt en gang om året. Dette indebærer, at den effektive tilførselssats beregnes årligt.

<sup>18</sup> Kommissionens delegerede afgørelse (EU, Euratom) C(2020)7684 om supplerende regler til Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU, Euratom) 2018/1046 med nærmere betingelser for beregningen af den fælles hensættelsesfonds effektive tilførselssats (EUT L 42 af 5.2.2021, s. 9).



## 2. AFSNIT II

### 2.1. Investeringsstrategi

I retningslinjerne for forvaltning af aktiver fastsættes det, at fonden skal sikre kapitalbevarelse i sin investeringshorisont med en høj grad af tillid. Dette mål forfølges ved at gennemføre én enkelt investeringspolitik, der afgrænses ved reference til en benchmark-/sammenligningsportefølje, som afspejler det risikoniveau, som den fælles hensættelsesfond er villig til at påtage sig.

I retningslinjerne for forvaltning af aktiver fastsættes de generelle principper, der ligger til grund for processen for opbygning af en benchmarkportefølje på basis af relevante indeks for obligationsmarkedets resultater. Denne benchmarkingproces styrer udvælgelsen af aktiver i den fælles hensættelsesfonds portefølje.

På dette grundlag styres de daglige beslutninger om udvælgelse af aktiver af en klar reference, som begrænser risikoen for, at porteføljen påtager sig en for stor risiko. Det er denne investeringspolitik og benchmarkingproces, der har ført til porteføljens aktuelle sammensætning af aktiver og den deraf følgende risiko/afkast-profil. Størstedelen af den fælles hensættelsesfond (og de ældre porteføljer, som den har absorberet fra EFSI og EFSD) har hidtil navnlig været begrænset til investeringer i euro- og USD-denominerede fastforrentede "investment-grade"-værdipapirer (obligationer) udstedt af EU-medlemsstater, internationale finansielle institutioner eller underordnede myndigheder, banker og virksomheder samt til obligationer med sikkerhed i fast ejendom (dækkede).

## Forvaltningsstruktur

Kommissionen har etableret forvaltningen af aktiverne i den fælles hensættelsesfond på grundlag af bedste praksis inden for kapitalforvaltning og benchmarking med sammenlignelige institutioner. Rammen for forvaltning af aktiver omfatter følgende hovedaktører:

- Den finansielle forvalter af den fælles hensættelsesfond påtager sig det endelige ansvar for beslutningerne vedrørende den finansielle forvaltning af ressourcerne i den fælles hensættelsesfond samt for de øvrige porteføljer, der forvaltes af Kommissionen eller outsources til Den Europæiske Investeringsbank. Kommissionen har uddelegeret denne rolle til generaldirektøren for Generaldirektoratet for Budget.
- Regnskabsføreren udøver uafhængig kontrol af og tilsyn med aktiviteterne i forbindelse med forvaltningen af aktiver i den fælles hensættelsesfond. Desuden fastlægger regnskabsføreren de procedurer, der skal anvendes i forbindelse med indtægts- og udgiftstransaktioner og regnskabsføring af aktiver og passiver.
- Den overvågningsansvarlige (Compliance Officer) foretager en uafhængig kontrol af, om de aftalte procedurer overholdes, og rådgiver om nye eller væsentlige juridiske eller proceduremæssige spørgsmål.

De afgørelser, som træffes af den finansielle forvalter og godkendes af regnskabsføreren, er baseret på grundig forberedelse, der tilrettelægges af bestyrelsen for forvaltning af aktiver og dens understrukturer (risiko- og investeringsudvalg), som foreslår foranstaltninger til

## 2.2. Porteføljens sammensætning og egenskaber

Den fælles hensættelsesfonds portefølje har ved årets udgang en god spredning med hensyn til obligationstyper inden for fastforrentede værdipapirer. Desuden er spredningen god inden for værdipapirer, der ikke er denomineret i euro (USD), i form af en bevilling til amerikanske statspapirer og andre udstedere (f.eks. overstatslige organer, andre stater eller institutioner) og kontanter. Valutagevinster eller -tab på værdipapirer, der ikke er denomineret i euro, opvejes i vid udstrækning af modsatrettede ændringer i valutaderivater, der anvendes som sikring.

### *Ejede aktivers kreditkvalitet*

Kreditkvaliteten af den fælles hensættelsesfonds portefølje er høj med en gennemsnitlig vurdering på A-, hvilket er ensbetydende med en lav sandsynlighed for misligholdelse (0,07 % i en tidshorisont på 1 år).

Over 26,8 % af porteføljens markedsværdi investeres i AAA-værdipapirer af højeste kvalitet, og resten er godt fordelt på hele "investment grade"-skalaen. Kun 2,3 % af porteføljen ligger under "investment grade"-niveau og vedrører græske statsgældsbeviser med en løbetid på under 1 år. 8,2 % af porteføljen er kontanter og likvide midler. Ovennævnte AAA-kategori på 26,8 % omfatter f.eks. også værdipapirer udstedt af stater såsom den tyske, nederlandske og amerikanske stat, overstatslige organer såsom Den Europæiske Investeringsbank, den europæiske stabilitetsmekanisme, institutioner såsom KfW og særligt dækkede obligationer udstedt af fremtrædende finansielle institutioner.

USD-denominerede investeringer (f.eks. amerikanske statspapirer) udgjorde 5,1 % af porteføljens markedsværdi pr. 31. december 2021. Valutarisikoen ved USD-denominerede investeringer blev sikret via terminskontrakter.

### *Porteføljens likviditetsforhold*

Ca. 26 % af porteføljen består af obligationer med en løbetid på under 1 år, variabelt forrentede obligationer og kortfristede pengemarkedsinstrumenter samt kontanter, som udgør en yderligere likviditetsbuffer for porteføljen. Det betyder, at porteføljen er godt rustet til at reagere på træk på garantien.

### *Miljømæssige, sociale og ledelsesmæssige (ESG) fodaftryk*

Andelen af ESG-mærkede obligationer<sup>19</sup> var på 13,4 % ved udgangen af 2021 sammenlignet med 9,5 % ved udgangen af 2020. Dette stærke ESG-fokus er blevet udviklet gennem en proaktiv tilgang, hvor investeringer i ESG-mærkede obligationer foretrækkes frem for andre obligationer. 22,9 % af de ESG-mærkede aktiver havde en AAA-vurdering, mens andelen af værdipapirer i den laveste vurderede aktivklasse (BBB-) var på 0,2 %. I afsnit III forklares det yderligere, hvordan Kommissionen agter at styrke ESG-fodaftrykket i den nye investeringsstrategi for den fælles hensættelsesfond.

## **2.3. Den fælles hensættelsesfonds resultater i 2021**

Som forklaret ovenfor er den fælles hensættelsesfond en likvid obligationsportefølje med god spredning. Skønt investering i udelukkende højt vurderede gældsinstrumenter historisk har fungeret godt for Kommissionens porteføljer, blev grænsen for dette nået i 2021, hvor en lang periode med lempelse af pengepolitikken ophørte.

Det første år af den fælles hensættelsesfonds aktiviteter faldt sammen med et usædvanligt udfordrende markedsmiljø for fastforrentede investeringer, hvilket påvirkede værdiansættelsen af fondens værdipapirer negativt. 2021 var det værste år for obligationsmarkederne siden 1999, idet de globale obligationsmarkedsindekser og de eurodenominerede obligationsmarkedsindekser faldt med henholdsvis 4,7 % og 2,85 %<sup>20</sup>. Dette resultat skyldtes højere inflation, der udløste markedsforventninger om centralbankernes stramning af den monetære politik. Derfor blev afkastet fra den fælles hensættelsesfond også påvirket negativt, selv om det fortsat var i overensstemmelse med dens benchmark og langt oversteg den generelle udvikling på obligationsmarkedet. Disse ændringer i markedsf forholdene og deres indvirkning på afkastet af obligationsinvesteringer beskrives kort nedenfor.

Det markante opadgående skift i europæiske og amerikanske rentekurver i 2021 forklarer den fælles hensættelsesfonds negative absolutte årsresultat på -1,17 %<sup>21</sup>. Dette afkast er i overensstemmelse med årsresultatet ifølge den fælles hensættelsesfonds benchmark (-1,13 %)<sup>22</sup>.

---

<sup>19</sup> Ved vurderingen af, om obligationer klassificeres som ESG-mærkede med henblik på henregning til den fælles hensættelsesfond, baserer Kommissionen sig på den offentliggjorte vurdering af "anvendelsen af provenuet" af det pågældende aktiv foretaget af de analyse- og dataleverandører, som Kommissionen anvender til sin kapitalforvaltningsfunktion.

<sup>20</sup> Barclays Global Aggregate Bond Index, som er et bredt benchmark, der repræsenterer 68 billioner USD i statsobligationer og virksomheders IG-gæld (Investment Grade) denomineret i forskellige valutaer, gik 4,7 % tilbage i 2021. Bloomberg Euro-Aggregate, som er et bredt benchmark, der repræsenterer 13 400 mia. EUR i eurodenomineret investment grade-gæld, annoncerede et rekordtab på 2,85 % i 2021.

<sup>21</sup> Risikostyringsresultaterne omfatter ikke en række mindre omkostninger såsom depotgebyrer. Dette forklarer forskellen på 2 basispoint i forhold til det regnskabsmæssige resultat (-1,19 %).

<sup>22</sup> Årsresultatet beregnes ved hjælp af markedspriser (mark-to-market) og et tidsvægtet grundlag for ikke at blive påvirket af ændringer i porteføljens størrelse som følge af ind- eller udgående pengestrømme.

### Markedsudviklingen i 2021

Markedsudviklingen i 2021 var domineret af pandemien, vaccinationskampagner og den overordnede stærke økonomiske genopretning, som imidlertid blev ledsaget af et stigende inflationspres og geopolitisk ustabilitet.

Regeringer og centralbanker opretholdt en meget lempelig politik i 2021, men fremadrettede forventninger til den politiske kurs ændrede sig i årets løb, især på grund af inflationen, der viste sig at være meget mere udtalt. Som følge af støt stigende energipriser og udbredte flaskehalse i forsyningskæden nåede inflationen op på det højeste niveau i flere årtier mod slutningen af året (5 % i Europa og 7 % i USA). Som reaktion herpå ændredes centralbankernes udmeldinger og prognoser, efterhånden som året skred frem, og markedsdeltagerne rykkede gradvist forventningerne til rentestigninger fremad.

Den konstant skiftende situation med infektioner og restriktioner holdt markedsvolatiliteten på et højt niveau, og samtidig pressede kombinationen af højere inflation og forventninger om en strammere monetær politik afkastet på obligationer mod en overordnet opadgående tendens. Idet obligationskurser bevæger sig omvendt i forhold til afkast, faldt de, og værdiansættelserne led således betydeligt. Dette blev forværret af, at overskudsafhængige obligationer kun i begrænset omfang fungerer som stødpude for afkast i betragtning af de lave og overvejende negative afkast fra de likvide værdipapirer af høj kvalitet, som den

Benchmarket for den fælles hensættelsesfonds afkast i 2021 (-1,13 %) blev også negativt påvirket af den opadgående bevægelse i afkastkurverne. Dens afkast ligger inden for det forventede afkastområde<sup>23</sup>.

Som drøftet i afsnit III forventes en revision af benchmarket for den fælles hensættelsesfond i 2022 ikke desto mindre at omfatte nye aktivklasser og forbedre den fælles hensættelsesfonds forventede afkast på lang sigt.

---

<sup>23</sup> Med et forventet årligt afkast på -0,15 % og en forventet volatilitet på -1,12 % bør benchmarket for den fælles hensættelsesfonds årlige afkast ligge inden for et område på mellem -1,27 % og +0,97 % i 68 % af tilfældene.

### 3. AFSNIT III

#### 3.1. Spredning af investeringsuniverset

Den fælles hensættelsesfonds negative resultater i 2021 understreger risiciene ved udelukkende at investere i én aktivklasse (fast afkast). Udsigterne for fastforrentede porteføljer er fortsat udfordrende, muligvis i flere år, i betragtning af de stadig lave afkastniveauer og de tilbagevendende inflationsproblemer.

For at forbedre porteføljens resultater på længere sigt har Kommissionen til hensigt at udvide den fælles hensættelsesfonds investeringsunivers ud over fastforrentede investeringer inden for rammerne af de eksisterende retningslinjer for forvaltning af aktiver.

Resultaterne af den dybdegående analyse af risici og afkast, som er beskrevet mere indgående i det arbejdsdokument fra Kommissionens tjenestegrene, som ledsager denne beretning, viser de fordele, som yderligere spredning på aktivklasser kan medføre på længere sigt. Det vil gøre det muligt at modvirke en for stor eksponering mod fastforrentede aktiver med lave afkast.

Selv om risikoen til en vis grad vil stige, vil en begrænset aktieeksponering på op til 20 % af porteføljen fortsat være i overensstemmelse med risikotolerancen i den fælles hensættelsesfond og øge det forventede gennemsnitlige afkast pr. risikoenhed.

Aktieeksponeringen kan opbygges gradvist gennem investeringer i børshandlede fonde (ETF'er), som giver omkostningseffektiv spredt eksponering mod brede aktieindeks. Disse indeks omfatter hovedsagelig store virksomheders aktier fordelt på en bred vifte af sektorer og geografiske områder. Som sådan tilbyder ETF'er en bredere eksponering mod de målrettede aktiemarkeder og afbøder den idiosynkratiske risiko ved at investere i nogle få virksomheders aktier.

Kommissionen vil bestræbe sig på at afslutte alle forberedelser til investering i børshandlede fonde senest i efteråret 2022, afhængigt af gennemførelsen af en række nødvendige tekniske og operationelle processer. En sådan investering vil gradvist blive opbygget under hensyntagen til markedsforhold og værdiansættelsesniveauer — eventuelt gennem investering af nye indgående pengestrømme i den fælles hensættelsesfond.

#### 3.2. Inddragelse af miljømæssige, sociale og ledelsesmæssige (ESG) faktorer i benchmarket for den fælles hensættelsesfond

Retningslinjerne for forvaltning af aktiver indeholder allerede negative screeningskriterier såsom udelukkelse af obligationer relateret til aktiviteter, som involverer spil eller tobak. Desuden kræver retningslinjerne for forvaltning af aktiver, at den fælles hensættelsesfond integrerer ESG-overvejelser. I øjeblikket har den fælles hensættelsesfonds portefølje en stor eksponering mod ESG-mærkede værdipapirer (se også fodnote 19), hvilket er betydeligt mere end dens benchmark (13,4 % for porteføljen mod 4,5 % for benchmarket ved udgangen af 2021). Kommissionen ønsker imidlertid at styrke ESG-politikken for den fælles hensættelsesfond og medtage ESG-fodaftrykket i den ajourførte udgave af benchmarket.

Med henblik herpå påtænkes det at føje en ESG-tendens til benchmarket for den fælles hensættelsesfond, der skal ajourføres som følge af gennemførelsen af spredningen af investeringsuniverset, således at der skabes et pålideligt sammenligningspunkt for porteføljerne med samme mål og egenskaber som den fælles hensættelsesfond. Omdannelsen af benchmarket for den fælles hensættelsesfonds investeringer kan også give mulighed for at integrere ESG-overvejelser mere systematisk. Andelen af ESG-værdipapirer i porteføljen forventes at vokse yderligere i fremtiden, understøttet af et benchmark med eksplicite ESG-karakteristika.

Fremtidige årsberetninger vil redegøre for gennemførelsen af den fælles hensættelsesfonds ESG-profil.

Der er en solid økonomisk evidens for, at markederne for nylig er begyndt at favorisere ESG-følsomme investeringer. Kommissionen præsenterer sig selv som en leder blandt politiske organer, der fremmer miljømæssig og bæredygtig praksis, og det er derfor hensigtsmæssigt at benytte denne spredningsmulighed til at indrette vores investeringsstrategi efter de politiske prioriteter.

### 3.3. Konklusioner

Det første driftsår for den fælles hensættelsesfond var præget af gnidningsløs etablering af de nødvendige operationelle, tekniske og regnskabsmæssige faciliteter samt vellykkede overførsler af eksisterende porteføljer til den fælles hensættelsesfonds segmenter.

Den fælles hensættelsesfond, der i øjeblikket råder over aktiver på 12,31 mia. EUR, udgør en robust kapitalbuffer for budgetgarantier og lån ydet til tredjelande. I 2021 indtraf der ingen begivenheder med operationel risiko, da alle træk på garantien blev imødekommet, og regnskabet blev afsluttet rettidigt.

Langt størstedelen af aktiverne i den fælles hensættelsesfond er "investment grade"-obligationer eller kontanter, som udgør en tilstrækkelig likviditetsbuffer. En ændring i rentecykklussen, som har øget afkastet og samtidig reduceret obligationskurserne, har imidlertid haft en betydelig indvirkning på denne type likvide aktiver. 2021 var det værste år for obligationsinvestorerne i mere end 20 år<sup>24</sup>.

Som følge af disse udfordringer har Kommissionen til hensigt at styrke den fælles hensættelsesfonds modstandsdygtighed yderligere.

Kommissionen sigter mod at udvide investeringsuniverset for den fælles hensættelsesfond og dermed mindske risikoen for eksponering mod en enkelt aktivklasse. En intern analyse (se arbejdsdokumentet fra Kommissionens tjenestegrene) har vist, at en begrænset og gradvis genoprettelse af balancen i den fælles hensættelsesfond, der inkluderer op til 20 % eksponering mod aktier, kan have en betydelig positiv indvirkning på den forventede indtjening på lang sigt, samtidig med at risikoen kun øges marginalt. Dette arbejde viser, at en portefølje med god spredning (herunder op til 20 % aktier) giver et forventet et afkast på 1,6 %, mens en portefølje, der kun er eksponeret mod fastforrentede aktiver, har forventet et afkast på 0,7 %.

Spredningsprojektet er også en mulighed for samtidigt at strukturere Kommissionens tilgang til at øge dens investeringer i ESG-mærkede aktiver med henblik på at opfylde dens politiske prioriteter om grøn og bæredygtig vækst. Den nuværende organiske tilgang, hvor ESG-aktiver begunstiges, har allerede gjort den fælles hensættelsesfond til den mest ESG-orienterede af alle de porteføljer, der forvaltes af Kommissionen. Ved at integrere ESG-hensyn mere systematisk i benchmarket kan den fælles hensættelsesfonds ESG-orientering styres mere aktivt.

Da denne beretning udarbejdes i begyndelsen af 2022, er portefølje- og benchmarkresultaterne fortsat under pres, idet afkast og usikkerhed generelt er steget yderligere i en situation med stigende inflation, forventet stramning af den monetære politik og invasionen i Ukraine. På den anden side investeres aktiver nu i obligationer med positive afkast, som, hvis de opretholdes over tid, vil bidrage til at genvinde den seneste tids tab. Den seneste periode, der er præget af et kraftigt skift i renteforventningerne, udgør den fase, hvor værdiansættelsen af aktiverne i den fælles hensættelsesfond er mest sårbar. I løbet af de næste 2-3 år vil tabene, der er påløbet i de seneste år, sandsynligvis blive vendt, hvilket vil forhindre yderligere markedschok. Erfaringerne

<sup>24</sup> ["Global bond markets on course for worst year since 1999"](#), Financial Times (ft.com), 25.12.2021.

fra et turbulent 2021 understreger imidlertid grænserne for en investeringspolitik, der er begrænset til en enkelt aktivklasse (obligationer), uanset hvor forsigtigt aktiverne udvælges.