

WO/PBC/23/7

الأصل: بالإنكليزية

التاريخ: 1 يونيو 2015

## لجنة البرنامج والميزانية

### الدورة الثالثة والعشرون

جنيف، من 13 إلى 17 يوليو 2015

### اقترح تعديلات إضافية لسياسة الاستثمار

وثيقة من إعداد الأمانة

### معلومات أساسية

1. على أعقاب الرسالة المستلمة من الإدارة الفدرالية السويسرية للشؤون المالية في أبريل 2014 أُخطِر فيها المدير العام للمنظمة العالمية للملكية الفكرية (الويبو) بأنه لم يعد بإمكان الويبو امتلاك حسابات إيداع لدى إدارة المالية السويسرية، قدّمت الوثيقة WO/PBC/22/19 إلى لجنة البرنامج والميزانية في سبتمبر 2014 تقترح إدخال تعديلات على سياسة المنظمة بشأن الاستثمار. وبعد مناقشة الوثيقة، فإن اللجنة:

"1" أقرت بالحاجة إلى تعديل سياسة الاستثمار؛

"2" وطلبت من الأمانة ما يلي:

(أ) تقديم اقتراح مفصل بشأن نسخة منقحة من السياسة في دورتها المقبلة بعد أن تستعرضها اللجنة الاستشارية المعنية بالاستثمار وتجزئها؛

(ب) وإجراء دراسة بشأن إدارة الأصول والخصوم وتقديم سياسة استثمار منفصلة بشأن تمويل التأمين الصحي بعد فترة الخدمة وتقديمها إليها بعد أن تستعرضها اللجنة الاستشارية المعنية بالاستثمار وتجزئها؛

(ج) وبشرط توافر مستويات كافية من السيولة، تمويل قاعة المؤتمرات من الأموال المتاحة للاستثمار بدلاً من سحب أقساط القرض الذي مُنح لهذا الغرض.

2. ومنذ اجتماع لجنة البرنامج والميزانية في سبتمبر 2014، تغير المشهد البنكي بشكل ملحوظ في سويسرا، ولا سيما بسبب تطبيق البنك الوطني السويسري معدلات الفائدة السلبية بعد أن فك ربط الفرنك السويسري باليورو في يناير 2015. (يبيّن المرفق الأول الفرق بين المعدلات السلبية في سويسرا وأسعار الفائدة في بلدان أخرى). وهذه المسألة التي نوقشت أيضا في الوثيقة WO/PBC/23/6 تطرح عددا من القضايا. وخلال الأشهر الماضية، التقت الأمانة (بمن فيها أعضاء اللجنة الاستشارية المعنية بالاستثمار) مع مختلف المؤسسات المالية والزملاء العاملين في وظائف الخزينة لدى منظمات أخرى ومكتب خارجي مستقل للاستشارات في شؤون الخزينة، وهو مكتب زاندرس، بغية بحث السبل المتاحة للتصدي لهذه القضايا وتحديد مضمون سياستي الاستثمار المطلوبتين. وأبرزت الاجتماعات محورين رئيسيين اثنين هما: أولا الحاجة إلى بيان طبيعة السيولة المتاحة للاستثمار، وثانيا الحاجة إلى استعراض قابلية المنظمة لتحمل المخاطر المرتبطة بالاستثمار. ويرد فيما يلي بحث هذين المحورين.

## السيولة المتاحة للاستثمار

3. يبيّن الجدول 1 رصيد المنظمة من السيولة وما يعادلها في نهاية مارس 2015. وبعد استعراض التدفق النقدي للمنظمة، تبين أن المنظمة، شأنها في ذلك شأن العديد من الهيئات في القطاعين العام والخاص على السواء، يمكن أن تقسم سيولتها إلى ثلاثة فئات: سيولة التشغيل والسيولة الأساسية والسيولة الاستراتيجية. وتتسم كل فئة بهدف استثماري مختلف وأفق استثماري مختلف وسماط مخاطر مختلفة ولكن ينبغي الأخذ بكل هذه العناصر ضمن سياسة الاستثمار العامة. ويبيّن الجدول 2 التقسيم المقترح لسيولة الـويو حسب الفئات الثلاث.

### الجدول 1

| 31 ديسمبر 2014             | 31 مارس 2015   |   |
|----------------------------|----------------|---|
| (بآلاف الفرنكات السويسرية) |                |   |
| 12                         | 35             | السيولة المتاحة   |
| 42'492                     | 32'227         | الودائع لدى البنوك - فرنك سويسري  |
| 25'459                     | 16'736         | الودائع لدى البنوك - عملات أخرى   |
| 156'674                    | 178'930        | الأموال المُستثمرة لدى الإدارة الفدرالية السويسرية للشؤون المالية - فرنك سويسري |
| 110                        | 96             | الاستثمارات القصيرة الأجل الأخرى  |
| <b>224'747</b>             | <b>228'024</b> | <b>مجموع السيولة غير المقيدة</b>  |
| 55'982                     | 60'265         | الحسابات الجارية للغير - فرنك سويسري  |
| 7'588                      | 7'540          | الحسابات الجارية للغير - عملات أخرى   |
| 83'559                     | 53'362         | الرسوم المُحصلة بالنيابة عن الأطراف المتعاقدة - فرنك سويسري                     |
| 85'248                     | 88'906         | أموال لأغراض مستحقات الموظفين بعد نهاية الخدمة                                  |
| 16'730                     | 14'852         | ودائع في حسابات مصرفية خاصة مقيدة - فرنك سويسري                                 |
| 654                        | 564            | ودائع في حسابات مصرفية خاصة مقيدة - عملات أخرى                                  |
| <b>249'761</b>             | <b>225'489</b> | <b>مجموع السيولة المقيدة</b>  |
| <b>474'508</b>             | <b>453'513</b> | <b>مجموع السيولة وما يعادلها</b>  |

## الجدول 2

| 31 مارس 2015                 |   |
|------------------------------|---|
| (بالآلاف الفرنكات السويسرية) |   |
| 125'000                      | سيولة التشغيل (غير مقيدة)                               |
| 239'607                      | السيولة الأساسية (مزيغ من السيولة المقيدة وغير المقيدة) |
| 88'906                       | السيولة الاستراتيجية (مقيدة)                            |
| <b>453'513</b>               |   |

### سيولة التشغيل

4. تمثل هذه السيولة المبلغ اللازم للوفاء بالمدفوعات التشغيلية الجارية مثل دفع المرتبات وتسوية فواتير الموردين وإجراء توزيعات نظامي مدريد ولاهاي. وعليه فإن الهدف الاستثماري سيكون ضمان السيولة، وسيكون الأفق الاستثماري فورياً لأن السيولة مطلوبة يومياً، وينبغي أن تسعى سمات المخاطر المعتمدة إلى ضمان أن تتمكن أية استثمارات لسيولة التشغيل من الاحتفاظ برأس المال ومن تحويلها بسرعة إلى سيولة. وفي الوبو، يتغير مبلغ سيولة التشغيل اللازم من شهر إلى آخر ولكنه لم يتجاوز، على مدى الشهرين السابقين اللذين روقت خلالها تدفقات الوبو النقدية عن كسب، 50 مليون فرنك سويسري.

5. وبالإضافة إلى ضمان أن يتوافر للمنظمة ما يكفي من السيولة لتلبية متطلباتها التشغيلية، ينبغي كذلك مراعاة سيولة مستوى الاحتياطي المستهدف (تناقش الوثيقة WO/PBC/23/8 بالتفصيل الاحتياطي المستهدف). فقد حُدد ذلك الاحتياطي، وفقاً للهدف الحالي، في مستوى 125 مليون فرنك سويسري فيما يخص عام 2015 والغرض منه هو ضمان توافر أموال احتياطية كافية لتمكين استمرار العمليات في حال تراجع الإيرادات. وبالتالي يمكن الدفع بضرورة الحفاظ على مبلغ في شكل سيولة معادل للمستوى المستهدف. وستشكل الخمسون مليون فرنك سويسري المطلوبة للوفاء بالمدفوعات الجارية جزءاً من السيولة اللازمة لتغطية ذلك المبلغ المستهدف، والنتيجة المتوخاة هي أن تحتفظ المنظمة بأرصدة سيولة في مستوى 125 مليون فرنك سويسري خلال عام 2015. وينبغي أن لا تُستثمر سيولة التشغيل سوى في الفئات الأصول التي يسهل تحويلها إلى سيولة بقليل من التكاليف أو بدون أية تكاليف. وترد تلك الأنواع من الاستثمار، من جملة أمور أخرى، في القائمة المبينة في الفقرة 10. والاستثمارات التي يسهل تحويلها إلى سيولة، من قبيل الودائع، تتيح الآن عائداً سلبياً ولكن المنظمة ستواصل البحث عن فرص استثمارية تتيح عائداً إيجابياً على المبالغ النقدية المودعة لأجل قصير، بما في ذلك فرص للحصول على عائد إجمالي إيجابي على الاستثمارات القصيرة الأجل الموظفة بعملة أخرى غير الفرنك السويسري.

6. وتمكنت الوبو، حتى الآن، من تلافي أثر أسعار الفائدة السلبية على سيولتها. وأتاح شركاء المنظمة المصرفيون الرئيسيون للمنظمة مزيجاً يشمل سعر فائدة بقيمة صفر على ودائع يمكن سحبها بإشعار قصير (لا يتجاوز 35 يوماً) وعبوات "إعفاء" للأرصدة النقدية لا تُفرض حالياً تحتها أسعار الفائدة السلبية. وحتى بداية مايو 2015، وصل المبلغ المشمول بذلك بالتسهيلات المذكورين 125 مليون فرنك سويسري. ولا تزال بقية سيولة الوبو مودعة لدى الإدارة الفدرالية السويسرية للشؤون المالية في شكل استثمارات لا تجلب أية فائدة. وأتيح تسهيلاً عبوات الإعفاء وسعر الفائدة بقيمة صفر كذلك لوكالات الأمم المتحدة الأخرى التي لديها ودائع بالفرنك السويسري، وهما يمثلان وسيلة جد مفيدة لتجنب أسعار الفائدة السلبية، لا سيما ما يخص السيولة التي ينبغي توافرها بسرعة. غير أن التسهيلات المذكورين قد يُقلصان أو يُسحبان في أي وقت، حسب أي إجراء آخر يتخذه البنك الوطني السويسري. وإذا أُخذ قرار بالحفاظ على مستوى الاحتياطي المستهدف في

شكل سيولة متوافرة بسهولة، فإن أي زيادة في المستوى المستهدف أو أي تغييرات في المبالغ المستفيدة من الإعفاء قد يعني فرض أسعار فائدة سلبية على الأرصدة التي تتجاوز عتبات الإعفاء.

7. وعلاوة على ذلك، وبعد سحب السيولة المودعة لدى الإدارة الفدرالية السويسرية في ديسمبر 2015، وإذا أودعت كل تلك السيولة لدى الهيئات المصرفية الشريكة للويبو، فإن المستويات التي حُدِّدت للاستفادة من عتبات الإعفاء والودائع التي يُطبَّق عليها سعر فائدة بقيمة صفر ستُتجاوز بالتأكيد وستُطبَّق أسعار فائدة سلبية على الرصيد الزائد. وتتوقع الأمانة أن هذا الوضع سيستمر لعدة أشهر في عام 2016 لأنه يجب إتاحة بعض الوقت، شرط موافقة الدول الأعضاء، لاختيار الشركاء والمؤسسات التي يمكن أن تودع أو تُستثمر لديها سيولة الويبو. وذلك هو السبب وراء رصد برنامج وميزانية الثنائية 17/2016 اعتماداً لأغراض سعر الفائدة السليبي.

#### الآثار بالنسبة للسياسة الاستثمار

8. تبرز الحاجة إلى الاحتفاظ بأرصدة نقدية ثلاثة قضايا فيما يخص سياسة الاستثمار الراهنة:

"1" لن تُستثمر سيولة التشغيل، إن استثمرت، سوى على مدة قصيرة. والسياسة الراهنة لا تشير إلى الاستثمارات القصيرة الأجل، ولا تنص على الحد الأدنى المقبول للتصنيفات الائتمانية فيما يخص تلك الاستثمارات. والاقترح هو تضمين السياسة الجديدة تعريفاً للأجل القصير باعتباره فترات لا تتجاوز سنة واحد وتحديد التصنيفات الائتمانية القصيرة الأجل المقبولة. وستكون تلك التصنيفات المعادلة للتصنيفات الطويلة الأجل المقبولة المبيّنة في "2" أدناه، أي التصنيف A-2/P-2<sup>1</sup> فيما يخص البنوك والحكومات، و التصنيف 3/P-3 فيما يخص سندات الشركات.

"2" ويمثّل الاحتفاظ بودائع، ولو بسعر فائدة بقيمة صفر، نشاطاً استثمارياً. ولا يستوفي شركاء الويبو المصرفيون الرئيسيون الحد الأدنى للتصنيفات الائتمانية المنصوص عليها في سياسة الاستثمار الراهنة، وبالتالي إذا أقدمت المنظمة على الانتفاع كلياً بالتسهيلات المتاحة حالياً ومن ثمّ نجّبت أسعار الفائدة السلبية، فإنه سيتعيّن خفض الحد الأدنى للتصنيفات. ويمثّل الاقتراح في خفض مستوى التصنيفات المقبولة على النحو التالي: سيلزم للبنوك والسندات الحكومية الانسجام بتصنيف ائتماني طويل الأجل من درجة A-3/A أو أعلى من ذلك؛ وسيجب على سندات الشركات الانسجام بتصنيف ائتماني من درجة BBB-/Baa3 أو أعلى من ذلك.

"3" وتدعو السياسة الراهنة إلى أن "لا يكون أكثر من عشرة بالمائة من الاستثمار" موظفاً لدى مؤسسة واحدة، باستثناء المؤسسات ذات المخاطر السيادية وتصنيف ائتماني من درجة AAA/Aaa. وفي السوق الحالية، ليس من الصعب للغاية فحسب تحديد البنوك التي تتسم بتصنيف ائتماني من درجة AAA/Aaa، بل يكاد يتعدّر إقامة علاقات مصرفية جديدة بشأن الفرنك السويسري لأن الأموال الجديدة المستلمة تؤدي إلى تحمّل البنوك المعنية رسوماً إضافية يفرضها البنك الوطني السويسري بخصوص سعر الفائدة السليبي. وينطبق ذلك على البنوك السويسرية والبنوك الموجودة في الخارج على حد سواء. والمنظمة محظوظة لأن لها فعلاً علاقات قائمة مع خمسة مؤسسات مالية سويسرية. وليس كل تلك العلاقات علاقات استثمارية وستستكشف الويبو إمكانية الاستناد إلى العلاقة التي تقيمها مع شركائها المصرفيين في مجال غير استثماري للتنبؤ بما إذا كان يمكن حماية مبالغ إضافية من سيولتها من أسعار الفائدة السلبية. وبالرغم من الجهود التي سُبِّدَل، من المستبعد جداً أن تنجح المنظمة في إقامة علاقات مصرفية جديدة تماماً بشأن الفرنك السويسري وبالتالي يجب تغيير سياسة الاستثمار لتجسّد واقع البيئة المصرفية الراهنة. وتُقدّم الصياغة التالية لأغراض السياسة:

<sup>1</sup> ترد تفاصيل التصنيفات الائتمانية في المرفق الثاني.

توزع استثمارات المنظمة من سيولة التشغيل والسيولة الأساسية على مؤسسات عدة، بهدف تقسيم الأموال المستثمرة على أربع مؤسسات كحد أدنى، إن أمكن ذلك. ويمكن إيداع كل استثمارات المنظمة من سيولة التشغيل والسيولة الأساسية لدى مؤسسة واحدة تتسم بمخاطر سيادية وتصنيف ائتماني من درجة AAA/Aaa.

## السيولة الأساسية

9. تمثل هذه السيولة رصيد الوبو السائل المتبقي بعد خصم سيولة التشغيل والسيولة الاستراتيجية (يرد شرح السيولة الاستراتيجية في الفقرة 12). وهي تشكّل الجزء الأكبر من الأرصدة السائلة ويدخل قسط كبير منها ضمن السيولة "المقيدة" التي ليست في الواقع ملكاً للمنظمة (يرجى الرجوع إلى الجدول 1). ولوحظ، على مدى السنوات الأخيرة، أن السيولة الأساسية حافظت على مستواها أو زادت وذلك يشير، ولو أن الكثير من تلك السيولة يُسدّد بانتظام نيابة عن الأطراف الثالثة المحتفظ به لصالحها، إلى أن السيولة ترد بوتيرة منتظمة مماثلة لتمويل الأرصدة. وبناء عليه فإن الهدف الاستثماري سيكون تحقيق توازن بين السيولة والعائد، وسيكون الأفق الاستثماري الأجل المتوسط (أي 12 شهراً أو أكثر) وينبغي أن تكون سمات المخاطر الحفاظ على رأس المال والسعي، في الوقت ذاته، على إبقاء تقلبات قيم الاستثمارات الأساسية في مستويات منخفضة. ويشير البحث الذي أجرته الأمانة، بمشاركة تامة من قبل اللجنة الاستشارية المعنية بالاستثمار، إلى إمكانية استثمار تلك الأموال على المدى المتوسط، لنقل على مدى فترة لا تتجاوز أربعة أعوام، والحصول على عائد إيجابي. وستستثمر السيولة، على الأنسب، بطريقة تتيح إمكانية النفاذ العرضي إلى جزء منها، بما يمكن، مثلاً، من إجراء المدفوعات الكبيرة المقررة في المستقبل، من قبيل تسديد القروض عندما تصبح مستحقة الدفع. وبالإضافة إلى ذلك وبدلاً من استثمار رصيد السيولة الأساسية بالكامل، يمكن الاحتفاظ بما يكفي من الأموال لتسديد قسطين من القرض الخاص بالمبنى الجديد سيحلّ موعداً سدادهما في المستقبل القريب (24 مليون فرنك سويسري في نوفمبر 2015 و16 مليون فرنك سويسري في يناير 2016).

## الأثار بالنسبة للسياسة الاستثمار

10. من الواضح، في البيئة الراهنة، أن الودائع المصرفية والاستثمارات في السندات الحكومية السويسرية المتوسطة الأجل لن يحقق عائداً إيجابياً فيما يخص السيولة الأساسية. وعليه يجب أن تستثمر تلك السيولة في فئات أصول مختلفة لا تسمح سياسة الاستثمار حالياً ببعض منها. وترد أدناه فئات الأصول المقترحة فيما يتعلق بالسيولة الأساسية. وينطوي بعض من تلك الفئات على مخاطر أعلى من مخاطر المرتبطة بالودائع المصرفية والسندات الحكومية وسندات الشركات التي تُعد، حتى الآن، فئات الأصول الوحيدة المسموح بها. وترد مناقشة أخرى للمخاطر في الفقرات من 17 إلى 20.

## فئات الأصول

أولاً. السيولة أو ما يعادلها:

(أ) الحساب تحت الطلب أو حساب التوفير أو حساب الإيداع

(ب) شهادات الإيداع/ودائع لأجل

(ج) الودائع المهيكلة

(د) الودائع المتقاطعة العملات

ثانيا. استثمارات السوق المالية:

(أ) الورقة التجارية

(ب) اتفاق إعادة الشراء/اتفاق إعادة الشراء المعاكس

(ج) القبول المصرفي

ثالثا. السندات أو السندات الإذنية أو الالتزامات الأخرى (القصيرة الأجل أو المتوسطة الأجل أو الطويلة الأجل) وغيرها من المنتجات الثابتة العائد:

(أ) السندات الحكومية

(ب) السندات شبه السيادية - سندات المقاطعات أو السندات المحلية أو الإقليمية على سبيل المثال

(ج) السندات المتجاوزة للسلطة الوطنية

(د) سندات الشركات

(هـ) الطرح الخاص

رابعا. صناديق الاستثمار العقاري

ملاحظة: يمكن أن يكون أي من فئات الأصول المذكورة بعملات غير الفرنك السويسري وأن يُتحوّط من تقلبات أسعار صرفها إلى الفرنك السويسري. ومن المهم، قبل توظيف استثمارات بعملات غير الفرنك السويسري، تقييم ما إذا كانت تلك الاستثمارات ستتحقق عائدا إجماليا إيجابيا للمنظمة.

11. وسيطلب الاستثمار في طائفة من الأصول بمراعاة آجال الاستحقاق اللازمة للوفاء بمتطلبات السيولة الأساسية خبرة لا تملكها الويبيو في الداخل. وبالتالي فإن الاقتراح هو الاستعانة بمديري صناديق خارجيين لإدارة محفظة السيولة الأساسية. ويرد مزيد من التفاصيل عن مديري الصناديق الخارجيين في الفقرة 21. وقد اعتمدت هذه الاستراتيجية مؤخرا من قبل منظمة العمل الدولية التي طلبت اقتراحات من مديري صناديق بخصوص إنشاء محفظة استثمارية. وقد حدّدت تلك المنظمة العائد المستهدف في مستوى 1 في المائة (نسبة صافية دون رسوم الإدارة) ومعايير مختلفة أخرى بما في ذلك مستوى التقلبات المقبول (2 بالمائة)، ونسبة التراجع (الخسارة) القصوى التي يمكن قبولها (3 بالمائة) وفئات الأصول التي لا يمكن اعتمادها (أي الأسهم وصناديق التحوّط). وضمن فئات الأصول المحددة في الاقتراح الرسمي، يُسمح للمدير المختار بأن يبت في طريقة تقسيم السيولة على فئات الأصول. ويمكن أن تكون الاستثمارات بعملات أخرى ولكن يجب التحوّط بنسبة 100 بالمائة من تقلبات أسعار صرفها إلى الفرنك السويسري. وستكون قيمة تلك المحفظة 50 مليون فرنك سويسري ومنظمة العمل الدولية تنظر أيضا في إمكانية إنشاء محفظة مماثلة بالدولار الأمريكي. وتأمل تلك المنظمة، بفضل المحفظتين المذكورتين وما يتيحها شركاؤها المصرفيون من عتبات الإعفاء والودائع بسعر فائدة بقيمة صفر، تقليص أثر أسعار الفائدة السلبية على سيولتها إلى أدنى مستوى ممكن. وبالمثل، يمكن للويبيو تكليف مديري صناديق بإدارة محفظات معيّنة وتحديد المبادئ التوجيهية الاستثمارية التي يجب اتباعها. والجدير بالذكر أنه، في سياق الويبيو، ستتأثر إمكانية توظيف استثمارات أولية بعملات غير الفرنك السويسري بالقرار الذي اتخذته مؤخرا الدول الأعضاء في الفريق العامل لمعاهدة التعاون بشأن البراءات، والذي ينبغي أن تعتمد الجمعيات، بشأن التحوّط بخصوص الإيرادات المتأتية من رسوم معاهدة التعاون بشأن البراءات.

## السيولة الاستراتيجية (الطويلة الأجل)

12. هذا النوع من السيولة مخالف تماما لسيولة التشغيل. والهدف الاستثماري هو الحصول على عائد إيجابي، والأفق الاستثماري هو الأجل الطويل ويمكن بالتالي أن يمتد على عدة سنوات، أما سمات المخاطر فهي تلك التي تتقبل الاستثمارات التي تبدي تقبلها. وتمثل سيولة الويبو الاستراتيجية في السيولة التي وُضعت جانبا لتمويل التزامات التأمين الصحي بعد نهاية الخدمة والتي تبلغ قيمتها حاليا 88.9 مليون فرنك سويسري (85.2 مليون فرنك سويسري في 31 ديسمبر 2014).

13. وكما شُرح في الوثيقة WO/PBC/22/19، كشفت دراسة أجراها المكتب الاستشاري FTI Treasury بشأن الممارسات المتبعة في إدارة الخزائن أن صندوق التأمين الصحي بعد نهاية الخدمة له "سمات صناديق المعاشات التقاعدية". والأموال التي وُضعت جانبا في الأصل لأغراض ذلك الصندوق بلغت 50 بالمائة من مجمل الالتزام الخاص بمستحقات الموظفين الطويلة الأجل في 31 ديسمبر 2013 ويجب، حسب المكتب الاستشاري، أن تحقق تلك السيولة فائدة بنسبة 2.3 بالمائة سنويا من أجل الحفاظ على الحصة النسبية للالتزام. وعليه ينبغي أن يُستثمر الصندوق في فئات أصول توفر هذا المستوى من العائد (على الأقل) وسيطلب ذلك حتما قبول مستويات مخاطرة أعلى.

14. وكما أُشير إليه كذلك في الوثيقة WO/PBC/22/19، شرعت عدة وكالات في تمويل التزاماتها الخاصة بالتأمين الصحي بعد نهاية الخدمة. وتشمل تلك الوكالات منظمة الصحة العالمية (التي استثمرت الأموال في أسهم وفي أوراق مالية بعائد ثابت) ومنظمة الأغذية والزراعة وبرنامج الأغذية العالمي. واستثمرت الوكالتان الأخيرتان 50 بالمائة من أموالها الخاصة بالتأمين الصحي بعد نهاية الخدمة في أسهم و50 بالمائة في سندات، منها 10 بالمائة في الأسواق الناشئة. وفي عام 2013، أطلق طلب عطاءات مشترك بين برنامج الأمم المتحدة الإنمائي وصندوق الأمم المتحدة للطفولة (اليونيسيف) ومكتب الأمم المتحدة لخدمات المشاريع وصندوق الأمم المتحدة للسكان وهيئة الأمم المتحدة للمرأة وصندوق الأمم المتحدة للمشاريع الإنتاجية بهدف ضمان مديري صناديق خارجيين لإدارة تمويل صناديق التأمين الصحي بعد نهاية الخدمة. والآن وقد انتهت تلك العملية، يعكف مديرو الصناديق المعيّنون على الاستثمار في الأسهم (60 بالمائة من الصناديق) والأوراق المالية الثابتة العائد (30 بالمائة) مع استثمار الرصيد المتبقي في أدوات بديلة مثل الأسهم الخاصة وصناديق التحوط. وعلاوة على ذلك، تمكنت بعض الوكالات من تغطية نسبة كبيرة من التزاماتها الخاصة بالتأمين الصحي بعد نهاية الخدمة بفضل استثماراتها. وفي نهاية عام 2013، كان لبرنامج الأغذية العالمي استثمارات تغطي 76.8 بالمائة من التزاماته الخاصة بالتأمين الصحي بعد نهاية الخدمة، وكان للصندوق الدولي للتنمية الزراعية استثمارات تغطي 98.6 بالمائة من تلك الالتزامات، وكان لبرنامج الأمم المتحدة الإنمائي استثمارات تغطي 57.9 بالمائة من الالتزامات المذكورة. وتدلّ القرارات التي اتخذتها جميع تلك الوكالات بخصوص استثماراتها المرتبطة بالتأمين الصحي بعد نهاية الخدمة على قبولها لزيادة مستوى المخاطر من أجل ضمان عائد أعلى على صناديقها الخاصة بالتأمين الصحي بعد نهاية الخدمة.

### الآثار بالنسبة للسياسة الاستثمار

16. بالنظر إلى الطبيعة الطويلة الأجل لصندوق التأمين الصحي بعد نهاية الخدمة اتفقت لجنة البرنامج والميزانية، في سبتمبر 2014، على ضرورة إعداد سياسة استثمار منفصلة لذلك الصندوق. وبدأ العمل فيما يخص طلب إجراء تحليل لإدارة أصول وخصوم الالتزام الخاص بالتأمين الصحي بعد نهاية الخدمة من أجل التوفيق بشكل صحيح بين مواعيد الاستحقاق الواردة في مجمل الالتزام والأصول التي ستستثمر فيها السيولة. وتلك الدراسة أجرتها وكالات أخرى للأمم المتحدة وشكلت الأساس لتحديد فئات أصول الاستثمار التي ينبغي استعمالها. وبالإضافة إلى فئات الأصول المشار إليها فعلا فيما يخص سيولة التشغيل والسيولة الأساسية (الفقرة 10)، يُقترح السماح بالاستثمار في الممتلكات العقارية المباشرة والأسهم (بما في ذلك

صناديق الأسهم المالية المدارة بشكل نشطة أو بشكل سلبي على حد سواء<sup>2</sup> وصناديق تحوط. ويمكن إجراء أي من هذه الاستثمارات بعملة غير الفرنك السويسري والتحوط من خطر تقلبات أسعار صرفها إلى الفرنك السويسري ولكن لا يمكن القيام بذلك سوى في حال توقع عائد إيجابي إجمالاً.

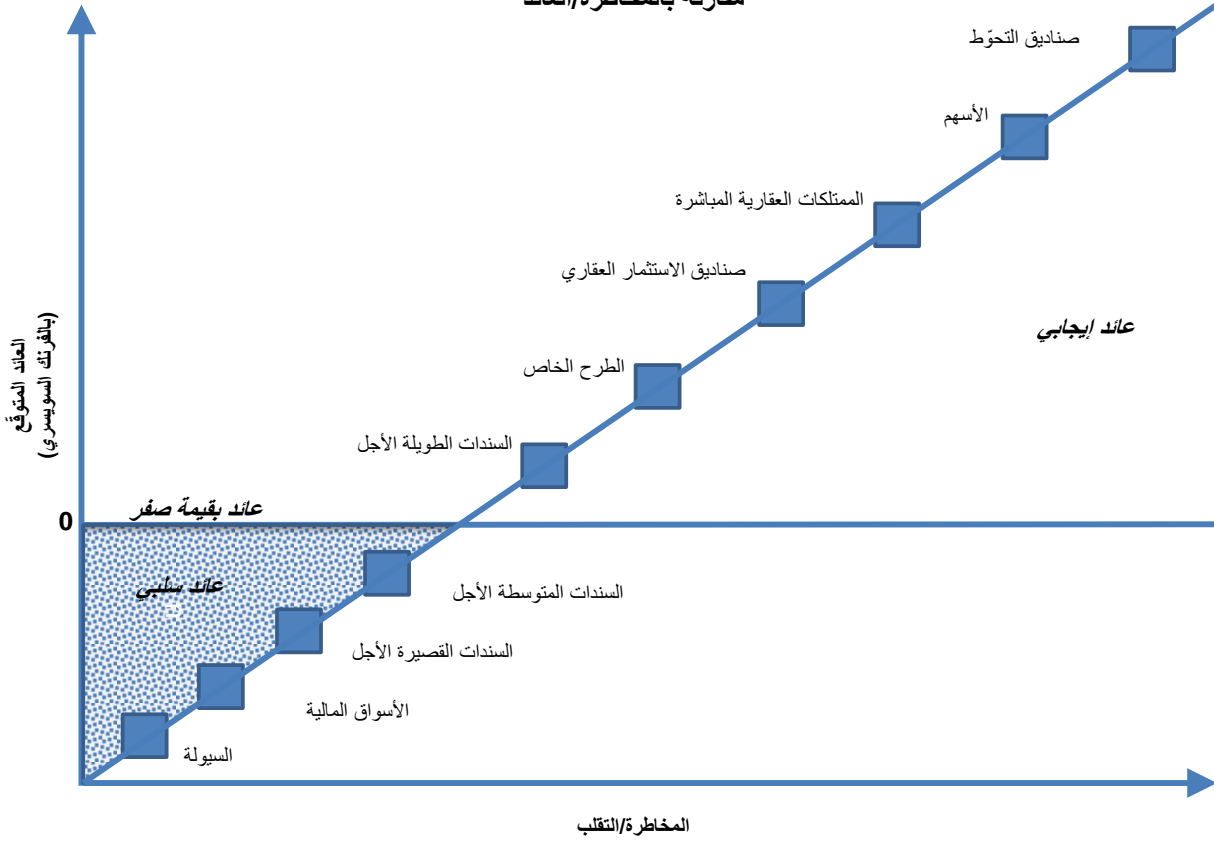
## المخاطرة والعائد

17. يستند الشكل 1 إلى أشكال مماثلة قدمته مكتب زاندرس وشركاء الويو المصرفيون الرئيسيون وبيّن العلاقة بين المخاطرة والعائد. وكما يظهر بوضوح، تتيح الودائع المصرفية والسندات الحكومية السويسرية القصيرة الأجل والمتوسطة الأجل، حالياً، عائدات سلبية. ويرى كثير من المعلقين المختصين في السوق أن العائدات السلبية ستستمر طيلة خمسة أعوام على الأكثر والسندات الحكومية السويسرية هي وحدها التي تضمن عائداً إيجابياً إذا ما احتفظ بها لأكثر من 12 سنة (سندات طويلة الأجل). وأمام هذا الوضع عمد العديد من المستثمرين، بمن فيهم مستثمرو القطاع العام، إلى المضي على طول محور المخاطرة والاستثمار في فئات أصول تنطوي على مخاطر إضافية، من أجل تحقيق عائد إيجابي على الاستثمارات.

### الشكل 1

#### فئة الأصول

#### مقارنة بالمخاطرة/العائد



بيّن هذا الشكل المواضع النسبية لأصناف الأصول من حيث علاقتها بالمخاطرة/العائد. و هذا الشكل غير قائم على مقياس.

<sup>2</sup> تشير الإدارة النشطة إلى استراتيجية لإدارة المحافظ يوظف المدير فيها استثمارات محددة بغرض تجاوز مؤشر استثمار مرجعي. أما في الإدارة السلبية، فيتوقع المستثمرون عائداً يتطابق بأمانة حجم الاستثمار وعائدات تستند إلى مؤشر مرجعي، وغالباً ما يستثمرون في صندوق مرتبط بمؤشر.



18. على الرغم من أن هذه الاستراتيجية تجلب، بوضوح، مستوى مخاطرة أكبر لمحفظة الاستثمارات، فإن البديل المتمثل في الاستثمار في الودائع المصرفية والسندات الحكومية السويسرية سيؤدي لا محالة إلى تآكل تلك الأموال طالما بقيت هناك أسعار الفائدة السلبية. وتبلغ تلك الأسعار حاليا - 0.75% ويمكن أن تستمر في التدهور.

19. وينبغي للمستثمر، إذا ما قرّر المضي على طول محور المخاطرة، مراعاة الاعتبارات النمطية التالية:

(أ) تأثير طول الفترة الزمنية على القدرة على المخاطرة - عموما، كلما كانت الفترة الزمنية التي يمكن توظيف استثمارات فيها أو الاحتفاظ بها أطول، زاد مستوى المخاطرة الذي يمكن قبوله.

(ب) تأثير طول الفترة الزمنية على تخصيص الأصول - إذا كانت السيولة مطلوبة في المستقبل القريب، فينبغي الاحتفاظ بها في فئات أصول يمكن تحويلها إلى سيولة بسرعة وبقليل من التكاليف أو دون أية تكاليف. بينما إذا لم تكن السيولة مطلوبة لعدة أعوام، فيمكن استثمارها إما في أصول يستغرق تحويلها إلى سيولة بعض الوقت، مثل الاستثمارات المباشرة في العقارات، أو في أصول ينبغي تحويلها إلى سيولة عندما تصبح ظروف السوق ملائمة، مثل حيازات الأسهم.

(ج) الاستعداد لتحمل تقلبات قيمة المحفظة والقدرة على ذلك - يمكن أن تنخفض قيمة الاستثمارات أو تزيد مع الوقت. وذلك لا ينطبق فقط على فئات الأصول التي تنطوي على "مخاطرة أكبر"، مثل الأسهم، بل كذلك على الاستثمارات التي تنطوي على "مخاطرة أقل"، مثل السندات الحكومية. وفي السوق الحالية، ستخضع قيمة الودائع المصرفية السويسرية لتدهور أيضا. وغالبا ما تكون الاستثمارات التي تنطوي على "مخاطرة أكبر" مصحوبة بمستويات تقلب عالية. وسيتعين تدوين التقلبات في القيمة في حسابات المنظمة المالية وذلك سيعني أن خسائر وأرباح الاستثمار غير المحققة ستدرج إما في نتائج السنة أو تُرصد من الأموال الاحتياطية حسب نوع الاستثمار المعني. أما الخسائر والأرباح المحققة فستدرج بالتأكد في نتائج السنة.

20. وتجدر الإشارة إلى أن المفاضلة بين المخاطرة والعائد ضمن محفظة من الاستثمارات لا تعتمد فقط على سمات المخاطرة والعائد المرتبطة بكل أصل من الأصول، بل كذلك على ترابط العائدات بين الأصول. فإذا أمكن تقليص العلاقة بين مختلف الأصول إلى أدنى مستوى، فإن العائدات المتأتية من مختلف الأصول لن تتأثر بالطريقة نفسها أو بالدرجة نفسها من حادث يطال السوق. ففي محفظة جد متنوعة، كلما انخفض عائد فئة من فئات الأصول، ارتفع عائد فئة أصول أخرى لتعويضه جزئيا أو كليا. وعليه فإن من المهم في طائفة من فئات الأصول وضمان تنوع كاف وبناء ما يُعرف باسم المحفظة المثالية. ويبيّن المرفق الثالث كيفية تنوع محفظة وأثر ذلك على العائدات طيلة عدة سنوات (التسلسل التاريخي للعائدات من يناير 2005 إلى ديسمبر 2014 والعائدات المتوقعة في الفترة 2015-2020). وترد أيضا درجة المخاطرة التي ترافق تلك العائدات. ويشير العمود المُسمى "المحفظة" إلى الوضع الاستثماري الذي ستكون فيه الويبو بعد أن يوضع حدّ لودائع المنظمة لدى الإدارة الفدرالية السويسرية للشؤون المالية وتُقيّد في حسابات للمنظمة لدى شركاء مصرفيين تجاريين. ويعكس العمود المُسمى "الاستراتيجية جيم" صندوق المعاشات النمطي الكائن في سويسرا الذي قبل مستوى مخاطرة متوسط لدى إنشاء محفظة جد متنوعة. ويقضي العمل على إنشاء محفظة مثالية خبرة وتجربة شاملتين في مجال الاستثمار، فضلا عن رصد دقيق للأداء وعمليات تحليل شاملة بما يضمن إجراء تسويات بانتظام بغرض الإبقاء على التنوع المثالي داخل المحفظة.

21. ويمثّل الاقتراح في إنشاء محفظتين مُدارتين من الخارج فيما يخص كل من سيولة الويبو الأساسية وسيولتها الاستراتيجية. وسيختار المديرون بواسطة طلب عطاءات وسيُقَسَّم كل من المحفظتين على مديرين على الأقل من مديري الصناديق، على أن يُنتهج خيارا الإدارة النشطة والإدارة السلبية على السواء كخيارين محتملين. وستنص وثائق طلب العطاءات على أن العائدات ستكون صافية دون رسوم الإدارة). وستبيّن متطلبات الإبلاغ أيضا في تلك الوثائق وسيُعيّن

وصي عام (سيختار أيضا عن طريق طلب عطاءات). ويتولى الوصي، عادة، حيازة الاستثمارات بالنيابة عن الويبي والقيام بدور استباقي في رصد الإجراءات الاستثمارية لمديري الصندوق ورصد أدائهم.

22. أما سيولة التشغيل فستدار داخليا. وستستعرض اللجنة الاستشارية المعنية بالاستثمار، بانتظام، تقارير عن أداء سيولة التشغيل وتقارير يعدها مديرو الصندوق الخارجيون عن السيولة الأساسية والسيولة الاستراتيجية. وستتبع سياستان للاستثمار (تغطي إحداها سيولة التشغيل والسيولة الأساسية وتغطي الأخرى السيولة الاستراتيجية) النسق المبيّن في المرفق الرابع.

23. وستتطلب إدارة سيولة التشغيل داخليا والحاجة إلى التنسيق مع مديري الصندوق الخارجيين تخصيص موارد داخل الأمانة. وقد اتصلت الويبي بعدة وكالات بخصوص الموارد البشرية اللازمة لشغل وظيفة من وظائف الخزينة وتشير البيانات الأولية إلى لزوم تخصيص موظف واحد من الفئة الفنية بالتفرغ الكامل.

24. وفيما يلي فقرة القرار المقترحة:

25. إن لجنة البرنامج والميزانية، إذ تقرّ بالحاجة إلى سياستين للاستثمار (تغطي إحداها سيولة التشغيل والسيولة الأساسية وتغطي الأخرى السيولة الاستراتيجية)، توصي بإعداد كلا السياستين لتوافق عليهما في دورتها القادمة وبأن تشمل السياستان المذكورتان ما يلي:

"1" تعريف الاستثمارات القصيرة الأجل بأنها استثمارات يحلّ موعد استحقاقها في غضون عام واحد؛

"2" تكون التصنيفات الائتمانية الدنيا بشأن الاستثمارات القصيرة الأجل كما يلي: A-2/P-2 فيما يخص البنوك والسندات الحكومية، وA3-P3 فيما يخص سندات الشركات؛

"3" تكون التصنيفات الائتمانية الدنيا المراجعة بشأن الاستثمارات المتوسطة الأجل والطويلة الأجل كما يلي: A/A3 فيما يخص البنوك والسندات الحكومية، وBBB-/Baa3 فيما يخص سندات الشركات؛

"4" خفض العدد الأدنى للمؤسسات المالية التي يمكن حيازة سيولة تشغيل لديها إلى أربع مؤسسات؛

"5" استخدام مديري صناديق خارجيين لإدارة السيولة الأساسية والسيولة الاستراتيجية؛

"6" تسديد كلا القسطين المقررين من القرض المتعلق بالمبنى الجديد واللذين سيحلّ موعدا استحقاقها في نوفمبر 2015 ويناير 2016؛

"7" قائمة مراجعة بفئات الأصول المقبولة كما يلي:

ألف. ضمن سياسة الاستثمار المطبقة على سيولة التشغيل والسيولة الأساسية:

أولا. السيولة أو ما يعادلها:

(أ) الحساب تحت الطلب أو حساب التوفير أو حساب الإيداع

(ب) شهادات الإيداع/ودائع لأجل

(ج) الودائع المهيكلّة

(د) الودائع المتقاطعة العملات

ثانياً. استثمارات السوق المالية:

(أ) الورقة التجارية

(ب) اتفاق إعادة الشراء/اتفاق إعادة الشراء المعاكس

(ج) القبول المصرفي

ثالثاً. السندات أو السندات الإذنية أو الالتزامات الأخرى (القصيرة الأجل أو المتوسطة الأجل أو الطويلة الأجل) وغيرها من المنتجات الثابتة العائد:

(أ) السندات الحكومية

(ب) السندات شبه السيادية - سندات المقاطعات أو السندات المحلية أو الإقليمية على سبيل المثال

(ج) السندات المتجاوزة للسلطة الوطنية

(د) سندات الشركات

(هـ) الطرح الخاص

رابعاً. صناديق الاستثمار العقاري

باءً. ضمن سياسة الاستثمار المطبقة على السيولة الاستراتيجية:

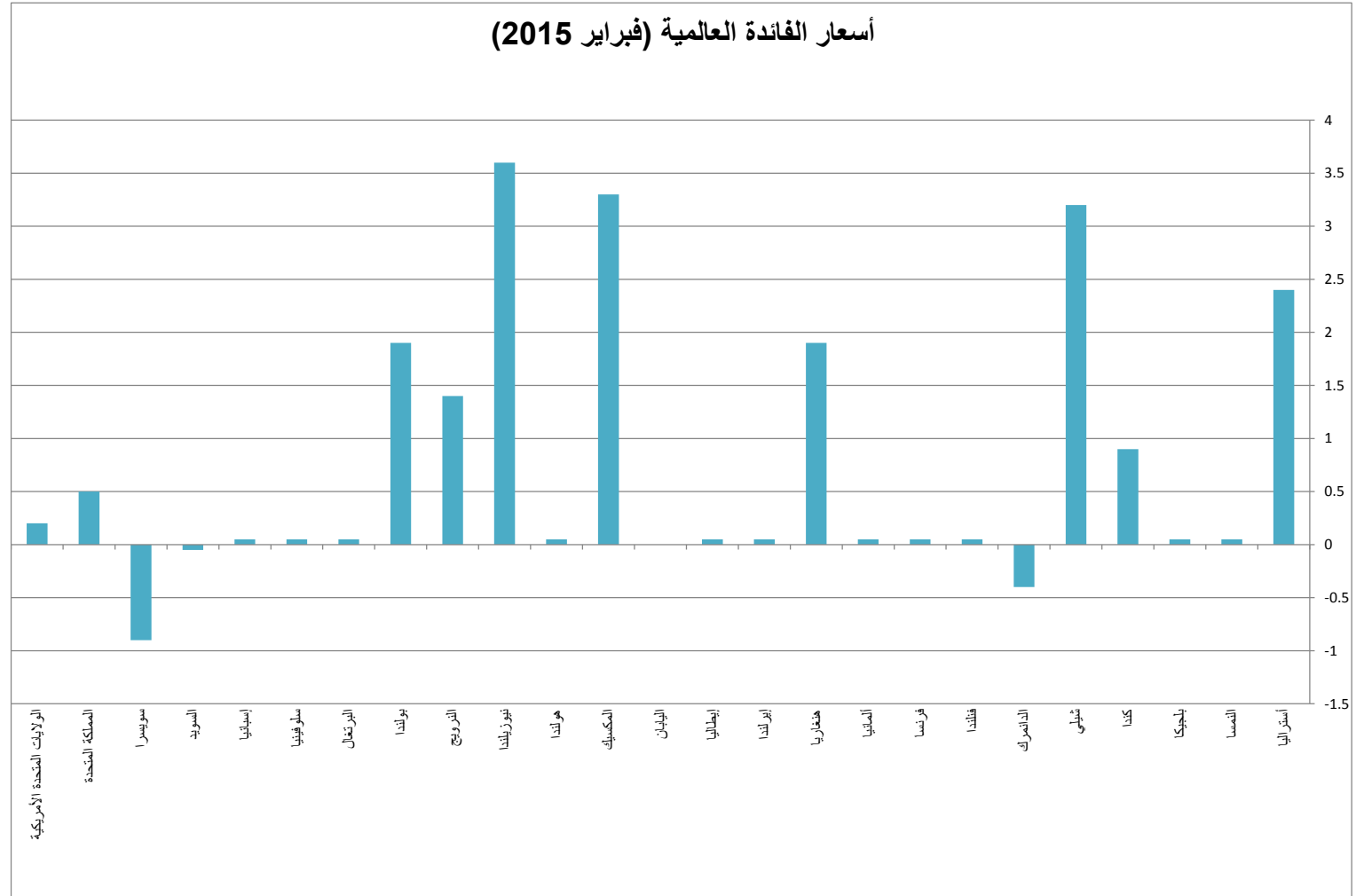
(أ) كل فئات الأصول المنصوص على استخدامها مع سيولة التشغيل والسيولة الأساسية؛

(ب) الممتلكات العقارية المباشرة

(ج) الأسهم وصناديق الأسهم؛

(د) صناديق التحوط.

[تلي ذلك المرفقات]



نُسخ هذا الرسم البياني بإذن من كلية العلوم المالية والإدارة، معهد المحاسبين القانونيين في إنكلترا وويلز

[يلي ذلك المرفق الثاني]

|                              | FITCH        |              | STANDARD & POOR'S |                      | MOODY'S      |              |      |
|------------------------------|--------------|--------------|-------------------|----------------------|--------------|--------------|------|
|                              | الأجل القصير | الأجل الطويل | الأجل القصير      | الأجل الطويل         | الأجل القصير | الأجل الطويل |      |
| مميز                         | F1+          | AAA          | A-1+              | AAA                  | P-1          | Aaa          |      |
| عالي الجودة                  |              | AA+          |                   | AA+                  |              | Aa1          |      |
|                              |              | AA           |                   | AA                   |              | Aa2          |      |
|                              |              | AA-          |                   | AA-                  |              | Aa3          |      |
| جودة متوسطة عليا             | F1           | A+           | A-1               | A+                   | P-2          | A1           |      |
|                              |              | A            |                   | A                    |              | A2           |      |
| جودة متوسطة دنيا             | F2           | A-           | A-2               | A-                   | P-3          | A3           |      |
|                              |              | BBB+         |                   | BBB+                 |              | Baa1         |      |
| جودة غير استثمارية<br>مضاربة | F3           | BBB          | A-3               | BBB                  | P-3          | Baa2         |      |
|                              |              | BBB-         |                   | BBB-                 |              | Baa3         |      |
| مضاربة عالية                 | B            | BB+          | B                 | BB+                  | غير مميز     | Ba1          |      |
|                              |              | BB           |                   | BB                   |              | Ba2          |      |
|                              |              | BB-          |                   | BB-                  |              | Ba3          |      |
|                              |              | B+           |                   | B+                   |              | B1           |      |
| مخاطر جسدية                  | C            | CCC          | C                 | B                    | غير مميز     | B2           |      |
|                              |              |              |                   | B-                   |              | B-           | B3   |
| مضاربة قصوى                  | C            | CCC          | C                 | CCC+                 | غير مميز     | Caa1         |      |
| متعثر                        |              |              |                   | CCC                  |              | CCC          | Caa2 |
|                              |              |              |                   | باحتمال ضئيل للتعافي |              | CCC-         | CCC- |
| متعثر                        |              |              |                   |                      |              | /            | DDD  |
|                              |              |              |                   | C                    |              | C            |      |
|                              |              |              |                   | D                    |              |              |      |

[يلبي ذلك المرفق الثالث]

## إنشاء محفظة مثالية

| الاستراتيجية جيم | الاستراتيجية باء | الاستراتيجية ألف | المحفظة    | فئة الأصول  |
|------------------|------------------|------------------|------------|---|
| %                | %                | %                | %          |   |
| 10               | 50               | 50               | 100        | سوق مالية بالفرنك السويسري                                |
| 25               | 25               | 50               | 0          | سندات بالفرنك السويسري                                    |
| 20               | 25               | 0                | 0          | سندات شركات بعملات أجنبية (خاضعة للتحوط بالفرنك السويسري) |
| <b>55</b>        | <b>100</b>       | <b>100</b>       | <b>100</b> | <b>مجموع القيم الاسمية</b>                                |
| 10               | 0                | 0                | 0          | أسهم سويسرية  |
| 15               | 0                | 0                | 0          | أسهم أجنبية   |
| <b>25</b>        | <b>0</b>         | <b>0</b>         | <b>0</b>   | <b>مجموع الأسهم</b>                                       |
| 10               | 0                | 0                | 0          | عقارات سويسرية (أموال)                                    |
| <b>10</b>        | <b>0</b>         | <b>0</b>         | <b>0</b>   | <b>مجموع العقارات</b>                                     |
| 5                | 0                | 0                | 0          | أوراق مالية مرتبطة بتأمين (خاضعة للتحوط بالفرنك السويسري) |
| 5                | 0                | 0                | 0          | صناديق التحوط (خاضعة للتحوط بالفرنك السويسري)             |
| <b>10</b>        | <b>0</b>         | <b>0</b>         | <b>0</b>   | <b>مجموع الاستثمارات البديلة</b>                          |
| <b>45</b>        | <b>0</b>         | <b>0</b>         | <b>0</b>   | <b>مجموع الأصول الملموسة</b>                              |
| <b>100</b>       | <b>100</b>       | <b>100</b>       | <b>100</b> | <b>المجموع</b>  |
| 15               | 0                | 0                | 0          | التعرض لتقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية                 |



تنوع متزايد

| بيانات المخاطرة-العائد لهياكل المحفظات                 | المحفظة | الاستراتيجية ألف | الاستراتيجية باء | الاستراتيجية جيم |
|--|---------|------------------|------------------|------------------|
| <b>السيناريوهات المتوسطة الأجل (2020-15-20)</b>        |         |                  |                  |                  |
| إمكانية تحقيق عائد - "السيناريو الأساسي"               | -0.5%   | -0.1%            | 0.4%             | 3.1%             |
| إمكانية تحقيق عائد - "نمو اقتصادي قوي"                 | 0.2%    | -0.1%            | 0.8%             | 3.7%             |
| إمكانية تحقيق عائد - "نمو اقتصادي ضعيف"                | -0.6%   | 0.1%             | 0.5%             | 2.2%             |
| <b>السيناريوهات الطويلة الأجل</b>                      |         |                  |                  |                  |
| <b>العائد المتوقع</b>                                  |         |                  |                  |                  |
| العائدات التاريخية (يناير 2005 - ديسمبر 2014)          | 0.8%    | 1.9%             | 2.0%             | 4.1%             |
| المخاطرة (التقلبات السنوية) (يناير 2005 - ديسمبر 2014) | 0.3%    | 1.2%             | 1.6%             | 4.5%             |

| الاستراتيجية جيم              | الاستراتيجية باء | الاستراتيجية ألف |   |
|-------------------------------|------------------|------------------|---|
| 15.0%                         | 5.7%             | 3.4%             | أفضل سنة تقييمية                          |
| 4.1%                          | 2.0%             | 1.9%             | المتوسط                                   |
| -13.1%                        | -0.1%            | 0.1%             | أسوأ سنة تقييمية                          |
| 19.9%                         | 8.1%             | 5.6%             | أفضل عائد على مدى 12 شهرا                 |
| -14.3%                        | -1.6%            | -1.0%            | أسوأ عائد على مدى 12 شهرا                 |
| <b>السيناريوهات التاريخية</b> |                  |                  |   |
| -15.2%                        | 1.8%             | 5.3%             | الأزمة المالية (يونيو 2007 - فبراير 2009) |
| 6.7%                          | 9.7%             | 9.1%             | سند رالي (يوليو 2008 - أغسطس 2010)        |
| 6.7%                          | 5.1%             | 4.1%             | أزمة اليورو (أبريل 2001 - سبتمبر 2012)    |

معلومات مقدمة بإذن من كريدي سويس

الأساس: يناير 2005 - ديسمبر 2014

[يلي ذلك المرفق الرابع]

## نموذج سياسة الاستثمار

أشار مكتب زاندرس الخارجي المستقل للاستشارات في شؤون الخزينة إلى أن العناصر النمطية الموجودة عادة في سياسة للاستثمار، استناداً إلى أفضل الممارسات، هي كما يلي:

1. وصف المستثمر

2. الغرض من السياسة

وسيشرح هذان الجزءان أن الويو وكالة من وكالات الأمم المتحدة المتخصصة، ويوردان وصفاً لأنشطتها ويبيّنان الاستثمارات المشمولة بالسياسة (إما الاستثمارات المرتبطة بسيولة التشغيل أو السيولة الأساسية أو تلك المرتبطة بالسيولة الاستراتيجية).

3. تحديد الأطراف المشاركة في عملية إدارة الاستثمار

سيشمل ذلك اللجنة الاستشارية المعنية بالاستثمار وقسم الخزينة التابع لشعبة الشؤون المالية والمراقب المالي ومديري الاستثمار الخارجيين ورتباً البنك الوصي.

4. المسؤوليات الاستثمارية للأطراف المشاركة (المُحدّدة في النقطة 3). وسيشمل ذلك بنوداً من قبيل ما يلي:

(أ) تنفيذ سياسة الاستثمار ومراقبته؛

(ب) إجراء لمراجعة سياسة الاستثمار وتحديثها؛

(ج) المسؤوليات الخاصة باستخدام مديري الاستثمار الخارجيين والبنك الوصي وإنهاء مهامهم؛

(د) المسؤوليات الخاصة بمراقبة مديري الاستثمار الخارجيين والبنك الوصي؛

(هـ) المسؤوليات الخاصة بالاستثمارات المُدارة داخلياً؛

(و) الإبلاغ.

5. بيان أهداف الاستثمار وقيوده

ينبغي، هنا، توفير وصف مفصّل للاحتياجات المحدّدة من الاستثمار فيما يخص مختلف أنواع السيولة المبيّنة (سيولة التشغيل والسيولة الأساسية والسيولة الاستراتيجية، فضلاً عن تفاصيل الفترات المنطبقة على كل نوع من السيولة. وينبغي أن يشمل هذا الجزء أيضاً بيانات محدّدة عن العائدات وقابلية تحمّل المخاطر.



6. فئات الأصول المؤهلة ومستوى التصنيف الائتماني الخاص بكل منها
7. تحديد تدابير الأداء والمقاييس التي ينبغي استخدامها في تقييم الأداء
8. استراتيجيات الاستثمار وأساليبه

في هذا الجزء، ينبغي مراعاة ما إذا كان يتعين أن تكون استراتيجية الاستثمار نشطة أو سلبية (يشير ذلك إلى الاستراتيجيات المتبعة من قبل مديري الاستثمار الخارجيين).

مبادئ توجيهية لإعادة توازن المحافظ استنادا إلى التعليقات المنبثقة عن عملية إدارة المحافظ (انظر 4(و) أعلاه).

ينبغي أن يشرح هذا الجزء الطريقة التي سيتم بها تطبيق عملية المراقبة/إعادة توازن المحافظ عند تجاوز حد من حدود قابلية تحمل المخاطر.

[نهاية المرفق الرابع والوثيقة]