



Sklad za financiranje razgradnje NEK
in za odlaganje radioaktivnih odpadkov iz NEK

NALOŽBENA POLITIKA

**Sklada za financiranje razgradnje NEK in
za odlaganje radioaktivnih odpadkov iz NEK**

za leto 2013

(Predlog 2)

Predlog 1: Sprejel Upravni odbor Sklada na 12. seji dne 15. 2. 2013
Poslano Vladi Republike Slovenije v soglasje dne 20. 2. 2013

**Predlog 2: Sprejel Upravni odbor Sklada na 39. korespondenčni seji dne 18. 6. 2013
Poslano Vladi Republike Slovenije v soglasje dne 18. 6. 2013**

Naložbena politika Sklada za leto 2013

Sklad za financiranje razgradnje NEK
in za odlaganje radioaktivnih odpadkov iz NEK
Cesta 4. julija 42 • 8270 Krško
Telefon: 07/ 49 01 710 • Faks: 07/ 49 02 841
E-mail: sklad@sklad-nek.si

KAZALO	Stran
1. UVOD.....	1
1.1. Zakonske in strokovne podlage pri nalaganju sredstev	1
1.2. Makroekonomske napovedi in gibanja za leto 2013	1
1.3. Naložbena dejavnost Sklada	3
2. NALOŽBENA POLITIKA.....	5
2.1. Naložbeni cilji	5
2.2. Prilagoditev strukture portfelja Sklada naložbeni politiki za leto 2013	6
2.3. Izpostavljenost in omejitve naložb po naložbenih razredih	6
2.4. Naložbeni proces	7
2.5. Merila uspešnosti (Benchmark)	9
2.6. Merila donosnosti naložb	9
3. UPRAVLJANJE IN MERJENJE TVEGANJ.....	10
3.1. Vrste tveganj	10
3.2. Merjenje tveganja	11
4. ZAKLJUČEK.....	12

1. UVOD

1.1. Zakonske in strokovne podlage pri nalaganju sredstev

Pri pripravi Naložbene politike Sklada za financiranje razgradnje NEK in za odlaganje radioaktivnih odpadkov iz NEK za leto 2013, je Sklad za financiranje razgradnje NEK in za odlaganje radioaktivnih odpadkov iz NEK (v nadaljevanju: Sklad) upošteval naslednje zakonske in strokovne podlage:

- ✓ Zakon o Skladu za financiranje razgradnje Nuklearne elektrarne Krško in odlaganje radioaktivnih odpadkov iz Nuklearne elektrarne Krško (Uradni list RS, št. 75/94 ter spremembe in dopolnitve št. 24/03, 47/03 – UPB, 68/08 in 77/08 ZJS-1; v nadaljnjem besedilu: ZSFR-B),
- ✓ Zakon o varstvu pred ionizirajočimi sevanji in o posebnih varnostnih ukrepih pri uporabi jedrske energije (Uradni list RS št. 102/04 – uradno prečiščeno besedilo in 70/08 – ZVO-1B, 60/2011),
- ✓ Zakon o javnih financah (Uradni list RS, št. 79/99, 124/00, 79/01, 30/02, 110/02-ZDT-B, 56/02-ZJU, 127/06-ZJZP, 14/07-ZSPDPO, 109/2008 in 49/2009),
- ✓ Program razgradnje NEK in odlaganja nizko in srednje radioaktivnih odpadkov in izrabljenega jedrskega goriva (izdelan skladno z zahtevami 10. člena Pogodbe med Vlado Republike Slovenije in Vlado Republike Hrvaške o ureditvi statusnih in drugih pravnih razmerij, povezanih z vlaganjem v NEK, njenim izkoriščenjem in razgradnjo (Ur. l. RS 23/2003),
- ✓ Veljavni Statut Sklada in predlog sprememb Statuta Sklada (Upravni odbor Sklada je sprejel spremembe Statuta Sklada na 6. korespondenčni seji, dne 28. 9. 2011 ter predlog sprememb posredoval Vladi Republike Slovenije v soglasje.),
- ✓ Osnutek Dolgoročne strategije razvoja Sklada za obdobje 2012 do 2023 (november 2011),
- ✓ Revizijsko poročilo Računskega sodišča Republike Slovenije »Zagotavljanje sredstev za razgradnjo Nuklearne elektrarne Krško in za odlaganje radioaktivnih odpadkov iz Nuklearne elektrarne Krško« (avgust 2011),
- ✓ Odzivno poročilo Sklada za financiranje razgradnje NEK in za odlaganje radioaktivnih odpadkov iz NEK na revizijsko poročilo Računskega sodišča Republike Slovenije (november 2011),
- ✓ Odzivno poročilo Vlade Republike Slovenije na revizijsko poročilo Računskega sodišča Republike Slovenije,
- ✓ Odzivno poročilo Ministrstva za gospodarstvo na revizijsko poročilo Računskega sodišča Republike Slovenije (november 2011).

1.2. Makroekonomske napovedi in gibanja za leto 2013

Gospodarska rast in zaposlenost

Leto 2012 je bilo za kapitalske trge izjemno zahtevno, kljub precejšnji volatilnosti na trgih, pa lahko leto 2012 ocenimo kot uspešno. Pridobivali so vsi naložbeni razredi, tako naložbe s fiksnim donosom kot delniške naložbe, izjema so le surovine. Med delniškimi naložbami je največ pridobil nemški borzni indeks DAX (skoraj 30%), sledijo francoski indeks CAC 13%, londonski FTSE 3,4%. Slovenski borzni indeks je na letni ravni pridobil 7,79%, največjo rast smo zabeležili v septembru, predvsem kot rezultat napovedanih privatizacij večjih slovenskih podjetij (Telekom, Zavarovalnica Triglav).

Zadnje objave makroekonomskih indikatorjev za ZDA kažejo na okrevanje gospodarstva v letu 2013. Nadaljuje se okrevanje na nepremičninskem trgu (zrasle so cene nepremičnin, povečalo se je tudi število transakcij z nepremičninami), pozitivni so tudi signali iz avtomobilskega trga ter rasti industrijske proizvodnje v celoti. Rast v ZDA so v zadnjem obdobju (2009-2012) v veliki meri krojile davčne spodbude ter programi "kvantitativnega sproščanja" (QE1 in QE2). Ameriška centralna banka je v začetku septembra leta 2012 napovedala nov program kvantitativnega sproščanja (QE3), s katerim naj bi nadaljevala do leta 2014, oz. dokler nezaposlenost v ZDA ne bo padla pod mejo 7%.

Rast v euroobmočju bo tudi v letu 2013 izrazito neenakomerna. V prvi skupini so države, ki so v preteklosti uspešno izpeljale strukturne reforme in v obdobju po finančni krizi dosegajo rekordne rezultate (predvsem Nemčija in Avstrija ter še nekatere severnoevropske države), v drugo skupino pa lahko uvrstimo države, ki zaradi težav s prezadolženostjo in strukturnih težav komaj dosegajo pozitivne stopnje rasti oz. so že ponovno zdrsnile v recesijo (Portugalska, Španija, Slovenija). Predvsem po zaslugi Nemčije znaša napoved rasti za evroobmočje kot celoto -0,1% in 1,4% v letih 2013 in 2014. V prvih dveh kvartalih leta 2013 pa lahko pričakujemo, da bo evroobmočje kot celota v recesiji. Nezaposlenost v evroobmočju bo v obdobju 2013/2014 ostala na zelo visoki ravni; ob koncu leta 2014 naj bi znašala 12%.

Inflacijska pričakovanja

Kljub izboljšanim prognozam za rast na globalni ravni so inflacijska pričakovanja za leto 2013 na razvitih trgih na relativno nizki ravni, in sicer 1,8% (ZDA) oz. 1,6% (EMU). Tudi napovedi za leto 2014 ostajajo na podobno nizki ravni, in sicer 2,0% (ZDA) in 1,2% (EMU). Inflacijska pričakovanja so se nekoliko znižala tudi v državah v razvoju. Centralne banke so se v preteklosti (2010/2011) odzvale z zviševanjem temeljne obrestne mere (Kitajska, Brazilija, Indija), na Kitajskem in v Braziliji tudi dodatno z ohlajevanjem kreditne dejavnosti (povečevanje obveznih rezerv). V lanskem letu pa niso nadaljevale z restriktivno monetarno politiko. Na Kitajskem določeno tveganje predstavlja rast cen nepremičnin. Hitra rast cen rezidenčnih nepremičnin, predvsem v večjih mestih, bi lahko ponovno povečala pritisk na centralno banko, da ponovno omeji kreditno aktivnost.

Tabela 1: Makroekonomske napovedi OECD za leti 2013 in 2014

rast BDP v %				2012		2013				2014			
	2012	2013	2014	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
ZDA	2,2	2,0	2,8	3,0	1,2	2,1	2,0	2,3	2,6	2,9	3,0	3,3	3,5
EU	-0,4	-0,1	1,3	-0,1	-1,3	-0,2	0,4	0,8	1,2	1,3	1,6	1,7	1,9
Japonska	1,6	0,7	0,8	-3,5	-0,4	1,5	1,9	1,9	2,7	2,8	-5,0	1,0	1,0
OECD skupaj	1,4	1,4	2,3	1,1	0,5	1,5	1,8	2,1	2,3	2,5	1,9	2,7	2,8
inflacija v %				2012		2013				2014			
	2012	2013	2014	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
ZDA	1,8	1,8	2,0	1,5	1,8	1,5	1,8	1,9	1,8	2,0	2,0	2,0	2,0
EU	2,4	1,6	1,2	2,5	2,1	1,8	1,7	1,6	1,4	1,4	1,3	1,2	1,2
Japonska	0,0	-0,5	-1,3	-0,3	-0,2	-0,9	-0,7	-0,3	-0,3	-0,3	1,8	1,8	1,8
OECD skupaj	2,1	1,7	1,9	2,0	2,0	1,7	1,8	1,8	1,7	1,8	2,0	2,0	2,0
nezaposlenost v %				2012		2013				2014			
	2012	2013	2014	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
ZDA	8,1	7,8	7,5	8,1	7,9	7,9	7,8	7,8	7,7	7,7	7,6	7,5	7,4
EU	11,1	11,9	12,0	11,3	11,5	11,7	11,9	12,0	12,1	12,1	12,0	12,0	11,9
Japonska	4,4	4,4	4,3	4,2	4,4	4,4	4,4	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3
OECD skupaj	8,2	8,0	8,2	8,0	8,1	8,1	8,2	8,2	8,1	8,1	8,0	8,0	7,8
kratkor. OM v %				2012		2013				2014			
	2012	2013	2014	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
ZDA	0,4	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
EU	0,6	0,2	0,1	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Japonska	0,2	0,3	0,2	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2

Vir: OECD Economic Outlook

Tveganja v letu 2013

Ključno tveganje v letu 2013 ostaja dolžniška kriza v evroobmočju. Kriza prezadolženih perifernih držav evroobmočja je v veliki meri zaznamovala dogajanje na svetovnih finančnih trgih že v letih 2011 in 2012. Evropska centralna banka in Evropska komisija sta sicer z različnimi ukrepi v zadnjem letu uspeli delno

pomiriti trge. Nadaljnje reševanje evrske dolžniške krize bo v veliki meri odvisno od uspešnosti delovanja reševalnega mehanizma (sklad EFSF) ter vzpostavitve enotnega sistema bančnega nadzora, ki bo pod okriljem evropske centralne banke. Trgi bodo pozorno spremljali volitve v Italiji in Nemčiji. Še posebej rezultat volitev v Italiji (ter morebiten odmik od sedanje reformne politike), bi lahko ponovno zaostрил dogajanje na evrskem območju.

Na globalni ravni največje tveganje predstavlja krhko okrevanje gospodarstva v ZDA. Kljub nekaterim pozitivnim kazalcem (nepremičninski trg, zaposlovanje), okrevanje gospodarstva ostaja negotovo. Ameriška centralna banka je napovedala ohlapno monetarno politiko, dokler stopnja brezposelnosti ne bo dosegla ravni pod 7%. V letu 2013 lahko torej pričakujemo ohlapno monetarno politiko in nadaljevanje programa kvantitativnega sproščanja.

Gospodarska rast na razvijajočih se trgih (BRIC) bo še v večji meri kot doslej odvisna od domačega povpraševanja, oz. od zmožnosti posameznih gospodarstev, da manjše tuje povpraševanje (s strani EU in ZDA) nadomestijo z večjo domačo potrošnjo. Vsakršna napoved o ohlajanju gospodarstva (predvsem s strani Indije in Kitajske) pa bi negativno vplivala tudi na kapitalske trge razvitih držav.

1.3. Naložbena dejavnost Sklada

Sklad bo v letu 2013 nadaljeval s konzervativno naložbeno politiko. Zaradi nevarnosti ponovne zaostritve evropske dolžniške krize, se bo osredotočal predvsem na naložbe, ki imajo visoko boniteto, to je naložbeni razred – "investment grade": od AAA/Aaa do BBB-/Baa3¹.

Tabela 2: Pregled bonitetnih razredov po posameznih agencijah

Moody's	S&P	Fitch	
Aaa	AAA	AAA	Najvišja boniteta (prime)
Aa1	AA+	AA+	Visok naložbeni razred (High grade)
Aa2	AA	AA	
Aa3	AA-	AA-	
A1	A+	A+	Srednji naložbeni razred (upper medium grade)
A2	A	A	
A3	A-	A-	
Baa1	BBB+	BBB+	Nižji naložbeni razred (Lower medium grade)
Baa2	BBB	BBB	
Baa3	BBB-	BBB-	
Ba1	BB+	BB+	Ne-naložbeni razred (speculative)
Ba2	BB	BB	
Ba3	BB-	BB-	
B1	B+	B+	Visoko špekulativni razred (Highly speculative)
B2	B	B	
B3	B-	B-	
Caa	CCC	CCC	Veliko tveganje (Substantial Risk)
Ca	CC	CC	Ekstremno špekulativni razred
	C	C	V stečaju z malo možnosti za recovery
C	D	D	V stečaju

¹ V primeru reinvestiranja v obveznice RS (oz. obv. z 100% garancijo RS), bo Sklad investiral tudi v primeru bonitetne ocene BB+/Ba1, če bodo napovedi bonitetnih agencij (S&P, Moody's, Fitch) stabilne in se v nadaljnjem obdobju ne pričakuje znižanje njihovih ocen.

Sklad bo prosti finančni potencial v letu 2013 investiral v nove finančne naložbe, del sredstev pa bo reinvestiral v bančne depozite oz. instrumente denarnega trga. Prizadeval si bo za zagotovitev čim večje varnosti celotnega finančnega portfelja Sklada, tako da bo v letu 2013 večino teh sredstev investiral v vrednostne papirje držav članic EU in OECD z visoko mednarodno kreditno oceno. Pri investiranju v državne vrednostne papirje bo pozoren na to, da bodo naložbe tudi v najvišjem naložbenem razredu z oznako AAA pa do vsaj A3/A., oz. da bodo naložbe v državne vrednostne papirje enakomerno porazdeljene po bonitetnih ocenah do meje naložbenega razreda. Sklad bo naložbe v portfelju, ki imajo bonitetno oceno na meji naložbenega razreda, posebej pozorno spremljal ter v primeru slabih napovedi za posamezno državo predlagal odprodajo posamezne naložbe.

V nadaljevanju je prikazana ciljna struktura finančnega portfelja Sklada za leto 2013. Gre za strukturo naložb, ki temelji na stanju finančnega portfelja na dan 31. 12. 2012.

Tabela 3: Ciljna struktura portfelja Sklada za leto 2013

Naložbeni razred	Stanje v EUR na dan 31.12.2012	Delež v % na dan 31.12.2012	Ciljna struktura v % za leto 2013
Državne obveznice	66.043.942,09	40,18	od 30% do 60 %
Obveznice v 100% državni lasti	21.237.806,77	12,92	od 10% do 20%
Skupaj državni VP	87.281.748,86	53,11	od 40% do 65%
Podjetniške/korporativne obveznice	8.212.296,01	5,00	od 5% do 20%
Vz. skladi (več kot 50% obv.) in ETF - ji	9.733.764,16	5,92	od 5% do 20%
Obveznice ban/finančnih izdajateljv	8.174.315,68	4,97	od 5% do 10%
Skupaj podjetniške obveznice	26.120.375,85	15,89	od 15% do 30%
Depoziti, potrdila o vlogah, MM skladi	38.579.515,11	23,47	od 0% do 20%
SKUPAJ DOLŽNIŠKI VP	151.981.639,82	92,47	od 80% do 100%
Vz. skladi (delniški, mešani skl.) in ETF-ji	9.894.151,14	6,02	od 0% do 15%
Delnice	2.479.750,40	1,51	od 0% do 2%
SKUPAJ LASTNIŠKI VP	12.373.901,54	7,53	od 0% do 20%
PORTFELJ SKUPAJ	164.355.541,36	100,00	

Ciljno razmerje dolžniških in lastniških naložb naj bi bilo 85/15. Razporeditev sredstev po posameznih naložbenih razredih preko leta bo odvisna od makroekonomskih razmer in stanja na finančnih trgih.

Naložbena politika Sklada bo v letu 2013 podrejena taktični alokaciji sredstev po posameznih naložbenih razredih, pri kateri bodo upoštevana dolgoročna izhodišča in omejitve pri investiranju sredstev (naložbena pravila). Zato bo ciljna struktura premoženja Sklada sledila optimalni sestavi premoženja v luči doseganja najvišje možne donosnosti, ob še sprejemljivi izpostavljenosti tveganju in ob upoštevanju tržnega okolja.

2. NALOŽBENA POLITIKA

2.1. Naložbeni cilji

a. Ohranjanje vrednosti sredstev in zagotavljanje donosa na sredstva, ki jih Sklad vlaga v različne naložbe

Primarni naložbeni cilj, ki ga bo Sklad prvenstveno zasledoval, je ohranjanje vrednosti sredstev Sklada.

V skladu s Programom razgradnje NEK in odlaganja nizko in srednje radioaktivnih odpadkov in izrabljenega jedrskega goriva, si Sklad od leta 2004 naprej prizadeva za doseganje povprečnega letnega donosa svojega portfelja v višini 4,29%.

Sklad si v krajšem časovnem obdobju (na letni ravni), v okviru letne naložbene politike, naložbene cilje zastavlja glede na razmere na finančnih trgih. Sklad tako načrtuje donosnost, ki je primerljiva primerjalnemu indeksu "benchmark-u" in si hkrati prizadeva prilagoditi profil tveganja tako, da ta ne bo bistveno odstopal od profila tveganja primerjalnega indeksa.«

Priprava Naložbene politike Sklada za leto 2013 izhaja predvsem iz naslednjih ciljev:

- ✓ ohranjanje vrednosti premoženja Sklada,
- ✓ upravljati s premoženjem v skladu z namenom, zaradi katerega je Sklad ustanovljen in kot dober gospodar zagotavljati varnost, razpršenost, likvidnost in donosnost naložb,
- ✓ ciljno letno donosnost določiti v povezavi s pričakovano donosnostjo primerjalnega indeksa – benchmarka.

Sklad bo s premoženjem upravljal na način, da bo ohranjal vrednost premoženja, ter v skladu z namenom, zaradi katerega je ustanovljen.

Pri upravljanju finančnega premoženja bo Sklad upošteval naslednja načela:

- ✓ načelo varnosti naložb,
- ✓ načelo razpršenosti naložb,
- ✓ načelo likvidnosti naložb,
- ✓ načelo donosnosti (prednost bodo imele varne naložbe).

Cilj naložbene politike je tudi investiranje zbranih sredstev na način, da se zagotovijo likvidna sredstva za izvajanje aktivnosti po Programu razgradnje NEK in odlaganja nizko in srednje radioaktivnih odpadkov in izrabljenega jedrskega goriva. Naložbeni cilj Sklada je kapitalska rast finančnega portfelja, dosežena z obrestovanjem dolžniških naložb in z dobički iz naslova kapitalske rasti naložb. Investicijska politika Sklada bo usmerjena k doseganju visoke stopnje varnosti, donosnosti in likvidnosti. Cilj Sklada je imeti razpršene naložbe s porazdeljeno ročnostjo (naložbe s fiksnim donosom) in tudi visoko likvidnostjo naložb.

b. Zagotavljanje porabe zbranih sredstev za namene, za katera so predvidena

V skladu z osnutkom Dolgoročne strategije Sklada za obdobje 2013 – 2023 bo Sklad zagotavljal porabo zbranih sredstev na način, da bodo sredstva namenjena zgolj izvajanju dejavnosti, povezanih z razgradnjo NEK in odlaganjem radioaktivnih odpadkov iz nje.

Pomemben poslovni cilj poslovanja Sklada v letu 2013 je namenska in dovoljena poraba finančnih sredstev za opravljanje dejavnosti:

- ✓ financiranje priprave in izvedbe projektov za varno in končno odlaganje izrabljenega goriva in radioaktivnih odpadkov iz NEK,
- ✓ financiranje priprave in izvedbe projekta za varno razgradnjo NEK,

- ✓ plačilo nadomestil za omejeno rabo prostora za odlagališče za izrabljeno jedrsko gorivo ali visoko radioaktivne odpadke in za odlagališče za nizko ali srednje radioaktivne odpadke iz NEK do njenega zaprtja lokalnim skupnostim, skladno z Uredbo, ki določa merila za določitev višine nadomestila zaradi omejene rabe prostora na območju jedrskega objekta,
- ✓ financiranje storitev ARAO za izvajanje obvezne državne gospodarske javne službe varstva okolja za ravnanje z radioaktivnimi odpadki iz NEK in njihovo odlaganje, za obdelavo radioaktivnih odpadkov in izrabljenega goriva iz NEK pred odlaganjem ter za odlaganje radioaktivnih odpadkov in izrabljenega goriva iz NEK,
- ✓ pokrivanje tekočih stroškov poslovanja Sklada.

2.2. Prilagoditev strukture portfelja Sklada Naložbeni politiki Sklada za leto 2013

Glede na predlagano Naložbeno politiko Sklada za leto 2013 (ciljno razporeditev po naložbenih razredih ter upoštevajoč naložbena pravila), lahko ugotovimo nekaj odstopanj oz. neustreznih naložb. Sklad namerava posamezne naložbe, ki ne ustrezajo naložbenim ciljem in niso v skladu z naložbeno politiko odprodati in sredstva reinvestirati v varnejši naložbeni razred.

Do večjih odstopanj prihaja ob upoštevanju natančnejših omejitev glede posameznih naložb, in sicer:

- ✓ Sklad ima naložbe v netržnih vrednostnih papirjih (delnice elektro podjetij, obveznice DZS2) v višini 4,5% portfelja,
- ✓ naložbe v delnice elektro podjetij ter naložbe v obveznice DZS2 predstavljajo odmik od ciljne strukture za leto 2012 ter hkrati kršijo več naložbenih pravil, ki jih Sklad upošteva od sprejetja naložbene politike za leto 2012.

Pri prilagajanju portfelja je potrebno izpostaviti, da gre za dolgoročneje odmike od naložbene politike Sklada. Te naložbe namreč na kratek rok ne bo mogoče prodati. Sklad bo vsekakor iskal možnosti odprodaje oz. izdelal načrt aktivnosti za spremljanje in vrednotenje teh naložb.

2.3. Izpostavljenost in omejitve naložb po naložbenih razredih

Skład bo pri upravljanju s sredstvi Sklada sledil omejitvam, kriterijem in vrednostim posameznih naložb, kot jih prikazuje spodnja tabela.

Tabela 4: Vrednost posameznih vrst naložb ne sme presegati naslednjih omejitev (2013)

Vrsta naložbe	Največji dovoljeni delež pri posam. izdajatelju od skupnih sredstev Sklada	Največji dovoljeni delež pri posam. vrednostnem papirju od skupnih sredstev Sklada
DOLŽNIŠKI VRED. PAPIRJI		
Državne obveznice	30%	10%
Obveznice izd. v 100% državni lasti	7%	5%
Podjetniške/korporativne obveznice	2%	2%
Obveznice bank/finančnih izdajateljev	2%	2%
Vz. skl. z več kot polovico v dolž. nal.	10%	2%
Depoziti in CD bank	20%	-
Zakladne menice	30%	5%
LASTNIŠKI VRED. PAPIRJI		
ETF-ji (deln.), VS (deln. in meš. skl.)	5%	1%
delnice	0,5%	0,5%

V skladu z načelom likvidnosti naložb bo Sklad zbrana sredstva vlagal samo v likvidne naložbe. Možnosti prodaje oz. vrednotenje naložb Sklada, ki so slabo likvidne oz. nelikvidne, bo Sklad preverjal pri borznih posrednikih oz. pri izdajateljih.

Kriterij bonitetne ocene ne velja za poslovne banke v Republiki Sloveniji, saj imajo le-te dovoljenje Banke Slovenije za poslovanje in so podvržene stalnemu nadzoru. Ni nepomembno dejstvo, da je lastniška sestava največjih slovenskih bank v neposredni ali posredni lasti države Republike Slovenije.

2.4. Naložbeni proces

Naložbeni proces poteka po sistemu Top down (makroekonomski kriteriji) z elementi bottom up analize pri izboru posameznih vrednostnih papirjev.

Naložbeni proces je prvenstveno koncentriran na taktično alokacijo po posameznih naložbenih razredih. Za izbor posameznih naložb se upoštevajo naslednji kriteriji:

- ✓ Pri izbiri državnih dolžniških vrednostnih papirjev držav članic EU in OECD, tujih in domačih podjetniških obveznic in obveznic bančnih oziroma finančnih inštitucij, bo Sklad upošteval mednarodno bonitetno oceno izdajatelja, ki ne sme biti nižja od BBB-/Baa3;
- ✓ Pri naložbah v depozite in potrdila o vlogi bo Sklad nalagal v banke, ki so prisotne na slovenskem trgu in so pod nadzorom Banke Slovenije;
- ✓ Pri nalaganju sredstev v vzajemne sklade in ETF-je, bo Sklad vršil primerjavo uspešnosti primerljivih skladov in se odločal za naložbo v najuspešnejših skladih.

Skład sredstev ne bo vlagal v naslednje finančne instrumente:

- ✓ V finančne instrumente, na katere je vpisana zastavna pravica;
- ✓ Obveznice ali druge dolžniške vrednostne papirje, s katerimi se ne trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev, v kolikor niso zavarovana s poroštvom države članice Evropske unije ali države članice OECD;
- ✓ Delnice in druge lastniške vrednostne papirje s spremenljivim donosom, s katerimi se ne trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev, v kolikor niso zavarovane s poroštvom države članice Evropske unije ali države članice OECD;
- ✓ Hedge sklade;
- ✓ Naložbene certifikate.

Tabela 7: Omejitve pri vlaganju po naložbenih razredih

Vrsta naložbe	Omejitve pri nalaganju sredstev
Državne obveznice	Naložbeni razred ²
ETF -ji (100% dr. V.P.)	Naložbeni razred, Izdajatelj/DZU pod nadzorom OECD nadzornih organov
Obv. izdajateljev v 100% dr. lasti ³	Naložbeni razred
Podjetniške/korporativne obveznice	Naložbeni razred
ETF - ji, V.S. (več kot 50% pod. obv)	Izdajatelj/DZU pod nadzorom OECD nadzornih organov ³
Obveznice ban/finančnih izdaj.	Naložbeni razred
ETF - ji, VS (100% den. trga)	Izdajatelj/DZU pod nadzorom OECD nadzornih organov
Depoziti	Banke v RS pod nadzorom Banke Slovenije
CD - ji, zakladne menice	Banke v RS pod nadzorom Banke Slovenije
ETF - ji, VS – lastniški VP	Izdajatelj/DZU pod nadzorom OECD nadzornih organov
Delnice	Kotacija na eni od mednarodnih borz, tržna kapitalizacija vsaj 2 mrd EUR

Naložbeni proces zajema pripravo naložbenih predlogov do katerih se opredeli direktor Sklada ter razpravo o posamezni naložbi na redni oz. korespondenčni seji Upravnega odbora Sklada. Upravni odbor se do naložbenih predlogov opredeli z glasovanjem.

Tabela 8: Kriteriji za izbor naložb

Vrsta naložbe	Kriteriji za izbor naložb
Državne obveznice	Analiza zadolženosti(kreditna matrika), makroekonomske napovedi, trajanje, donos
ETF-ji (100% dr. V.P.)	Tracking error ⁴ , upravljalska provizija,
Obveznice izd. v 100% državni lasti	Enako kot za državne obveznice
Podjetniške/korporativne obv.	Analiza posl. posam. Izd./kred. matrika, trajanje, donos
Vz.sk. (več kot 50% obv.,MM), ETF-ji	Tracking error, upravljalska. provizija,
Obveznice bank/finančnih izdajateljev	Analiza posl. posam. Izd./kred. matrika, trajanje, donos
Vz. skl.(lastniški mešani), ETF-ji	Tracking error, upravljalska. provizija,
Depoziti	Donos, boniteta banke, razpršenost
CD - ji	Donos, boniteta banke, razpršenost
delnice	Analiza poslovanja, analiza primerljivih podjetij (RV)

² Naložbeni razred= od AAA do BBB- po S&P in Fitch ter Aaa do Baa3 po Moodys.

³ Naložbena politika posameznega sklada/ETF-ja lahko zajema tudi naložbe v obveznice, ki niso naložbeni razred (High Yield, EM Bonds), vendar skupna vrednost naložb v te sklade ne sme presežati 10% skupnega portfelja Sklada.

⁴ Tracking error=napaka sledenja indeksnih skladov glede na gibanje primerjalnega indeksa (benchmark).

2.5. Merila uspešnosti (Benchmark)

Sklad bo uspešnost upravljanja s sredstvi interno ocenjeval glede na primerjalni indeks – benchmark. Ta bo sestavljen glede na ciljno strukturo po naložbenih razredih. Za posamezne naložbene razrede bo Sklad uporabljal naslednje primerjalne indekse:

Tabela 9: Primerjani indeksi po posameznih naložbenih razredih

Vrsta naložbe	Primerjani indeks ⁵
DOLŽNIŠKI VREDNOSTNI PAPIRJI	
Državne obveznice	IBOXX sov. Eurozone TR indeks
Obveznice izdajateljev v 100% državni lasti	IBOXX sov. Eurozone TR indeks
Podjetniške/korporativne obveznice	IBOXX liquid corporat
Vzajemni skladi z več kot polovico v dolžniških naložbah	IBOXX liquid corporat
Obveznice bank/finančnih izdajateljev	IBOXX liquid corp. 100 finan. sub index
Depoziti in CD-ji bank	IBOXX sov. Eurozone 1-3 TR indeks
Zakladne menice	IBOXX sov. Eurozone 1-3 TR indeks
LASTNIŠKI VREDNOSTNI PAPIRJI⁶	MSCI World Index

Primerjava uspešnosti z ustreznimi »benchmarki« se opravlja mesečno z uporabo informacijskega sistema Ad Treasury, ki omogoča programsko računanje donosnosti portfelja in benchmarka.

Merilo uspešnosti poslovanja Sklada na področju naložbene politike je donos finančnega portfelja na letnem nivoju v primerjavi z donosom benchmarka.

2.6. Merila donosnosti naložb

Donos bo Sklad meril z notranjo stopnjo donosa denarnih tokov kot tržno donosnostjo (IRR). Notranja stopnja donosa se izračuna s pomočjo programske opreme Ad Treasury.

Notranjo stopnjo donosa bo Sklad ugotavljal glede na tržno vrednost portfelja naložb na zadnji dan preteklega in tekočega leta ter glede na vse prilive in odlive iz portfelja v obdobju vsakega leta (oz. glede na izbrano obdobje). V ta namen bo redno in sproti evidentiral in spremljal tečaje vrednostnih papirjev na organiziranem trgu za vsako posamezno vrsto oziroma segment naložb.

Sklad bo pri vrednotenju netržnih naložb sledil usmeritvam revizijske hiše.

Sklad bo v sklopu poročil (mesečna, polletna poročila) o upravljanju, ki ga prejmejo člani Upravnega odbora ter predsednik Nadzornega odbora Sklada, računal mesečno, polletno in letno donosnost portfelja.

⁵ Sklad lahko namesto izbranih primerjalnih indeksov uporablja tudi druge primerjalne indekse, ki ustrezno zastopajo posamezni naložbeni razred.

⁶ Vključno s strukturiranimi produkti

3. UPRAVLJANJE IN MERJENJE TVEGANJ

3.1. Vrste tveganj

Za obvladovanje naložbenih tveganj bo Sklad spoštoval načelo razpršenosti naložb. Sklad se pri upravljanju srečuje s številnimi tveganji, in sicer:

o Tržno tveganje

Tržno tveganje je tveganje finančne izgube zaradi spremembe v tržnih pogojih. Sklad je z naložbami v vrednostne papirje izpostavljen nihanju vrednosti teh naložb in posledično nihanju vrednosti finančnega portfelja, katerega vrednost lahko zraste ali pade. Tveganje je odvisno od vrste naložb, v katere investira Sklad (eno ali več valutne, delnice, obveznice, itd.), nastane pa zaradi premikov v obrestnih merah, tečajih, cenah blaga in vrednostnih papirjev, ki so posledica ekonomskih ali političnih sprememb. To tveganje lahko nadalje razdelimo na vrsto ožje opredeljenih tveganj.

Tržno tveganje se meri preko redne dnevne analize izpostavljenosti do različnih faktorjev tržnega tveganja, predvsem cene vrednostnega papirja in obrestne mere. Tveganje se obvladuje tako, da se sledi čim večji razpršenosti naložb ter upošteva vrednost kazalnika VaR (po različnih časovnih obdobjih).

o Likvidnostno tveganje

Likvidnostno tveganje je tveganje, da Sklad zaradi omejene likvidnosti naložb na trgu vrednostnih papirjev s posamezno naložbo ne more trgovati oziroma lahko z njo trguje le po občutno slabših pogojih (zlasti cenovnih), kot so bili tisti, po katerih so bile te naložbe ovrednotene. Likvidnostno tveganje je tudi tveganje ali nevarnost neusklajene likvidnosti oziroma neusklajenosti med dospelimi sredstvi in obveznostmi, kar lahko povzroči likvidnostne probleme torej pomanjkanje denarnih sredstev za poravnavanje zapadlih obveznosti na določen dan.

Likvidnostno tveganje se blaži preko uravnavanja likvidnosti naložb Sklada (likvidnost se meri z velikostjo izdaje in razmikom med nakupno in prodajno ceno), upoštevanja likvidnosti kapitalskega trga, hkrati pa se spremlja tudi dinamiko prilivov in odlivov sredstev iz portfelja. Pri uravnavanju likvidnostnega tveganja je zelo pomembno pravočasno poznavanje odlivov iz Sklada (Določena strategija in časovna opredelitev glede aktivnosti na področju ravnanja z jedrskimi odpadki).

o Obrestno tveganje

Obrestno tveganje je tveganje, kateremu je izpostavljen Sklad kot vlagatelj v obveznice in druge dolžniške vrednostne papirje, katerih vrednost se spreminja glede na gibanje obrestnih mer. V primeru dviga obrestnih mer vrednost dolžniških naložb praviloma pade. Na drugi strani v primeru padca obrestnih mer vrednost dolžniških naložb praviloma zraste. Obrestna občutljivost dolžniških vrednostnih papirjev se praviloma veča z daljšanjem zapadlosti posamezne naložbe, manjši absolutni ravni obrestnih mer v gospodarstvu ter nižjim kuponom instrumenta.

Obrestno tveganje se obvladuje predvsem preko uravnavanja strukture ročnosti naložb – trajanje portfelja (dolžniški finančni instrumenti).

o Valutno tveganje

Valutno tveganje je tveganje, da lahko spremembe deviznega tečaja pozitivno ali negativno vplivajo na v domači valuti izraženo vrednost naložb, ki so denominirane v tujih valutah.

Valutno tveganje se obvladuje predvsem preko uskladitve valutne strukture sredstev Sklada z obveznostmi.

○ Kreditno tveganje

Kreditno tveganje je tveganje izostanka plačila, ki bi ga izdajatelj obveznice moral plačati imetniku le-te, ob dospelosti kuponov in na koncu ob dospelosti glavnice. Kreditno tveganje je tudi tveganje nezmožnosti vračila depozita, ki ga je Sklad naložil pri banki.

Ukrep za zavarovanje pred kreditnim tveganjem je uporaba zahtevanih bonitet izdajatelja vrednostnega papirja oziroma vrednostnega papirja samega. Pri tem bo Sklad uporabljal izključno bonitetne vrednosti mednarodno priznanih bonitetnih hiš: **Standard & Poor's, Moody's Investors Service in Fitch Ratings.**

○ Operativna tveganja

Operativno tveganje je tveganje nastanka izgube zaradi naslednjih okoliščin:

- ✓ zaradi neustreznosti ali nepravilnega izvajanja notranjih procesov,
- ✓ zaradi drugih nepravilnih ravnanj ljudi, ki spadajo v notranjo poslovno sfero pravne osebe,
- ✓ zaradi neustreznosti ali nepravilnega delovanja sistemov, ki spadajo v notranjo poslovno sfero pravne osebe,
- ✓ zaradi neustreznosti ali nepravilnega delovanja sistemov, ki spadajo v zunanjo poslovno sfero pravne osebe,
- ✓ zaradi zunanjih dogodkov ali dejanj.

Operativno tveganje se obvladuje preko natančno specificiranega naložbenega procesa in internih ter eksternih kontrol, ki minimizirajo verjetnost izgub iz naslova operativnega tveganja.

Primeri operativnega tveganja so: zunanje kriminalne dejavnosti, strateško tveganje, naravne nesreče, sistem notranjih kontrol, vodenje procesov, teroristični napadi in vojne, infrastruktura informacijske tehnologije, programska oprema, pravno tveganje, tveganje izgube ugleda, človeške napake itd.

Sklad zagotavlja varstvo pred operativnimi tveganji z uvedbo poslovnih procesov ter z rednim in vestnim izvajanjem del. Sklad je zavezan k zunanjemu in notranjemu revidiranju poslovanja.

3.2. Merjenje tveganja

Tržno tveganje portfelja naložb bo Sklad meril z beta koeficientom, metodo **VaR** in standardnim odklonom ter primerjal tveganost portfelja glede na primerjalni indeks.

Z beta koeficientom bo Sklad meril tveganje posamezne naložbe in celotnega portfelja naložb, tako da bo razvidno, v kolikšni meri je gibanje donosnosti posameznih naložb in celotnega portfelja povezano z gibanjem tržne donosnosti oz. donosnostjo povprečno tvegane naložbe.

Z uporabo metode VaR oz. metode ocene tvegane vrednosti bo Sklad meril tržno tveganje portfelja naložb, tj. možnost, da ima portfelj v določenem prihodnjem časovnem obdobju izgubo pri izbranem intervalu zaupanja. Tako bo Sklad lahko ugotavljal največje možne izgube oz. dobičke portfelja naložb v določenem obdobju.

S standardnim odklonom bo Sklad meril dejansko vrednost odklonov stopnje donosov od pričakovane vrednosti, pri čemer bo uporabljal tehtano povprečje odklonov. Pri tem si bo prizadeval, da bodo standardni odkloni čim manjši, saj bodo na ta način tudi tveganja portfelja manjša.

4. ZAKLJUČEK

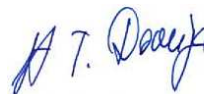
Naložbena politika Sklada za leto 2013 je opredeljena v skladu z veljavno zakonodajo, ki z omejitvami v vrste in obseg naložb opredeljuje najvišje stopnje tveganja. Sklad želi s konservativno naložbeno politiko za leto 2013 doseči zastavljene cilje, predvsem pa ohranjati vrednost premoženja Sklada. Pri izvajanju naložbene politike za leto 2013 bo Sklad sledil zastavljenim naložbenim načelom: načelu varnosti, razpršenosti, likvidnosti in donosnosti.

Zastavljeno Naložbeno politiko Sklada za leto 2013 bomo realizirali z:

- Aktivnim upravljanjem premoženja Sklada,
- Ugotavljanjem uspešnosti »benchmarking« Sklada,
- Aktivnim spremljanjem vseh tveganj v povezavi s portfeljem Sklada.

Sklad je pri pripravi Naložbene politike Sklada za leto 2013 izhajal iz veljavne statusne organiziranosti Sklada kot samostojne pravne osebe, ustanovljene po posebnem zakonu.

Direktorica
Sklada za financiranje razgradnje
NEK in za odlaganje RAO iz NEK:



mag. Darija Štraus Trunk, univ. dipl. oec.