



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 2015

(Predlog 1)

Osnutek: Obravnaval Upravni odbor Sklada na 21. redni seji dne 16. 1. 2015

Predlog št. 1: Sprejel Upravni odbor Sklada na 58. korespondenčni seji dne 6. 2. 2015

Predlog Naložbene politike Sklada za leto 2015

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 podlage pri nalaganju sredstev	1
1.2. Makroekonomske napovedi in gibanja za leto 2014	1
1.3. Naložbena dejavnost Sklada	3
2. NALOŽBENA POLITIKA.....	5
2.1. Naložbeni cilji	5
2.2. Prilagoditev strukture portfelja	6
2.3. Izpostavljenost in omejitve naložb	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. Vrsta 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 2015 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),
- ✓ Zakon o varstvu pred ionizirajočimi sevanji in jedrski varnosti (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, 49/2009, 38/10, 107/10, 110/11, 104/12, 46/13, 82/13, 101/13, 101/13, 38/14 in 95/14),
- ✓ 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.

1.2. Makroekonomske napovedi in gibanja za leto 2015

Gospodarska rast in zaposlenost

Leto 2014 je bilo na kapitalskih trgih zelo uspešno tako za delniške, kot za obvezniške naložbe. Trgi so bili v prvi polovici leta pod vplivom pričakovanj glede postopnega opuščanja programa kvantitativnega sproščanja QE3, oz. v pričakovanju novic glede morebitnega "zaostrovanja" monetarne politike v ZDA, ter zaostrene situacije v vzhodni Ukrajini ter drugih geopolitičnih žarišč (ISIS). Druga polovica leta je minila v znamenju padajočih cen nafte ter ohladitvi gospodarske rasti v Evropi in najavi dodatnih ukrepov (QE) japonske centralne banke v boju z deflacijo.

V Sloveniji se je po objavi stresnih testov v treh največjih bankah v državni lasti in dokapitalizaciji bank konec leta 2013 negotovost glede težav v slovenskem bančnem prostoru precej znižala, posledično se je skozi celo leto zniževal donos na slovenske državne obveznice. Donos se je tako proti koncu leta znižal na mejo dveh odstotkov, znižal se je tudi pribitek, glede na donos nemških državnih obveznic, in sicer na raven 1,4 %.

Gospodarska rast na globalni ravni bo po napovedih OECD v letu 2015 znašala 3,7 %. Na razvitih trgih bodo po napovedih najvišjo rast zabeležili v ZDA (3,1 %), medtem ko bo rast na Japonskem 0,8 %, v evroobmočju pa 1,1 %. V ZDA se nadaljuje trend zniževanja ravni nezaposlenosti, ta naj bi se v letu 2015 nahajala na ravni 5,6 % in se tako počasi približuje ravni pred začetkom finančne krize. Nezaposlenost v Evropski uniji bo po napovedi OECD-ja v letu 2015 ostala na visokem nivoju (11,1 %). Visoka raven brezposelnosti, ki v nekaterih članicah evroobmočja presega celo mejo 15 % (še posebej zaskrbljujoča je visoka raven brezposelnosti med mladimi) ter slabši makroekonomski kazalci tudi v nekaterih severnoevropskih članicah (Nemčija, Francija) povečujejo pritisk na guvernerja Evropske centralne banke (ECB) Maria Draghija, po bolj sproščeni monetarni politiki. Finančni trgi tako že nekaj časa pričakujejo, da bo ECB v začetku 2015 najavila nakupe državnih obveznic in tako tudi sama stopila v program kvantitativnega sproščanja (ECB je proti koncu leta že odkupoval t.i. kritne obveznice – ABS).

Inflacijska pričakovanja

Inflacijska pričakovanja za leto 2015 po napovedih OECD–ja ostajajo na razvitih trgih na relativno nizki ravni, in sicer 0,75 % (EMU za konec leta 2015). Tudi napovedi za leto 2016 ostajajo na podobno nizki ravni, in sicer nekaj pod 2,00 % (ZDA) in 1,00 % (EMU). Inflacijska pričakovanja bi se v ZDA, Evropski uniji in na Japonskem lahko še dodatno znižala v primeru nadaljnega zniževanja cen nafte in surovin. Na drugi strani pa bi lahko centralne banke (ECB, Japonska centralna banka) z agresivnejšo politiko kvantitativnega sproščanja (od pričakovane) povečale inflacijska pričakovanja v evroobmočju in na Japonskem.

Tabela 1: Makroekonomske napovedi OECD za leta 2014, 2015 in 2016

	Povprečje 2002-2011	2012	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016
							Q4 / Q4	Q4 / Q4	
V %									
Rast BDP-ja¹									
Svet ²	3,8	3,1	3,1	3,3	3,7	3,9	3,2	3,9	4,0
OECD ²	1,7	1,3	1,4	1,8	2,3	2,6	1,7	2,6	2,5
ZDA	1,7	2,3	2,2	2,2	3,1	3,0	2,0	3,1	2,9
Evroobmočje	1,1	-0,7	-0,4	0,8	1,1	1,7	0,7	1,4	1,8
Japonska	0,7	1,5	1,5	0,4	0,8	1,0	-0,1	1,6	0,9
Ne - OECD države ²	7,1	5,2	5,0	4,8	5,1	5,3	4,8	5,3	5,4
Kitajska	10,6	7,7	7,7	7,3	7,1	6,9	7,3	6,8	6,9
Proizvodna vrzel³	0,3	-2,1	-2,3	-2,3	-1,9	-1,4			
Brezposelnost⁴	6,9	7,9	7,9	7,3	7,0	6,8	7,2	6,9	6,8
Inflacija⁵	2,1	2,0	1,3	1,6	1,5	1,8	1,7	1,6	1,9
Pror. primanjkljaj⁶	-4,3	-5,7	-4,3	-3,9	-3,4	-2,9			
Rast svetovne trgovine	5,6	3,0	3,3	3,0	4,5	5,5	3,1	5,1	5,7

1. Rast glede na leto poprej (YoY); zadnji trije stolpci kažejo rast glede na leto poprej.

2. "Gibljive" nominalne uteži BDP, z uporabo paritet kupne moči

3. Odstotek nominalnega BDP-ja

4. Odstotek delovnega prebivalstva.

5. Deflator privatne potrošnje. Rast glede na leto poprej (YoY); zadnji trije stolpci kažejo rast glede na leto poprej.

6. Odstotek BDP-ja.

Vir: OECD Economic Outlook 96 database.

Vir: OECD Economic Outlook

Tveganja v letu 2015

Med večja tveganja za rast na globalni ravni v letu 2015 lahko uvrstimo geopolitična žarišča (Ukrajina, ISIS, ebola), napoved Ameriške centralne banke o postopnem dvigu ključne obrestne mere (kapitalski trgi pričakujejo prvi dvig v drugi polovici leta), trend padajočih cen nafte, ukrepe Evropske centralne banke in Japonske centralne banke v boju z deflacijo (ukrepi kvantitativnega sproščanja), nadaljnje ohlajanje gospodarske rasti v državah v razvoju (tudi v povezavi s padajočimi cenami nafte in surovin). V Sloveniji pa vnovična politična nestabilnost in ponovna zaostritev razmer v slovenskem bančnem prostoru.

V letu 2014 smo bili priča izredno hitremu padanju donosov na državne obveznice članic euroobmočja. Pričakujemo lahko, da se bo ta trend postopoma umiril, saj se donosi na državne obveznice članic euroobmočja že nekaj časa nahajajo na zgodovinsko nizkih ravneh. Glede na pričakovanja na kapitalskih trgih bi lahko ECB v boju z deflacijo v prihodnjem letu posegla tudi po nakupih državnih obveznic (do sedaj so v okviru programa kvantitativnega sproščanja odkupovali le t. i. "kritne" obveznice - ABS). Tak

ukrep ECB-ja pa bi verjetno pomenil, da bi donosi na državne evrske obveznice, kljub zgodovinsko nizkim donosom ob koncu leta 2014, tudi v letu 2015 ostali pozitivni.

V drugi polovici leta 2015 lahko pričakujemo dvig ključne obrestne mere s strani Ameriške centralne banke - FED. Dvig obrestne mere se bo po pričakovanjih negativno odrazil na cenah obveznic ameriških izdajateljev, posledično pa se zaradi manjše likvidnosti znižajo tudi cene izdajateljev obveznic držav v razvoju. Ob prvi najavi izstopa iz programa QE3 junija 2013, so največ izgubile prav obveznice držav v razvoju.

Delniške naložbe bodo tudi v letu 2015 najbolj pod vplivom ukrepov centralnih bank, pri čemer bo po daljšem obdobju "sproščene" monetarne politike Ameriška centralna banka kot prva začela z postopnim dvigovanjem ključne obrestne mere.

1.3. Naložbena dejavnost Sklada

Sklad bo v letu 2015 nadaljeval s konzervativno naložbeno politiko. Največji del portfelja Sklada predstavljajo državne obveznice z visoko boniteto - naložbeni razred "investment grade", razporejene od AAA/Aaa do BBB-/Baa3.

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

Sklad bo prosti finančni potencial v letu 2015 investiral v nove finančne naložbe v skladu s pričakovano strukturo portfelja ob koncu leta 2015. Prizadeval si bo za zagotovitev čim večje varnosti celotnega finančnega portfelja Sklada, tako da bo v letu 2015 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. Sklad posameznih dolžniških naložb, ki imajo boniteto pod mejo naložbenega razreda ne bo kupoval.

V nadaljevanju je prikazana ciljna struktura finančnega portfelja Sklada za leto 2015. Gre za strukturo naložb, ki temelji na stanju finančnega portfelja na dan 31. 12. 2014.

Tabela 3: Ciljna struktura portfelja Sklada za leto 2015

Naložbeni razred	Stanje v EUR na dan 31.12.2014	Delež v % na dan 31.12.2014	Ciljna struktura v % za leto 2015
Državne obveznice	87.348.184,77	46,74%	Od 30% do 55%
Obveznice v 100% državni lasti	18.848.201,91	10,09%	Od 5% do 15%
Skupaj državni VP	106.196.386,68	56,82%	Od 40% do 60%
Podjetniške/korporativne obveznice	6.834.329,22	3,66%	Od 2% do 7%
Vz. skladi (več kot 50% obv.) in ETF - ji	9.785.571,37	5,24%	Od 5% do 15%
Obveznice ban/finančnih izdajateljev	4.346.542,00	2,33%	Od 0% do 5%
Skupaj podjetniške obveznice	20.966.442,59	11,22%	Od 5% do 20%
Depoziti, potrdila o vlogah, MM skladi	24.405.935,82	13,06%	Od 0% do 20%
SKUPAJ DOLŽNIŠKI VP	151.568.765,09	81,10%	Od 65% do 100%
Vz. skladi (delniški, mešani skl.) in ETF-ji	32.409.235,07	17,34%	Od 0% do 30%
Delnice	2.912.542,50	1,56%	Od 0% do 5%
Alternativne naložbe ¹		0,00%	Od 0% do 2%
SKUPAJ LASTNIŠKI VP	35.321.777,57	18,90%	Od 0% do 35%
PORTFELJ SKUPAJ	186.890.542,66	100,00 %	

Ciljno razmerje dolžniških in lastniških naložb naj bi bilo **75/25**. Razporeditev sredstev po posameznih naložbenih razredih preko leta bo odvisna od makroekonomskih razmer in stanja na finančnih trgih.

Naložbena politika Sklada bo v letu 2015 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.

¹ Alternativne naložbe zajemajo sklade privatnega kapitala (Private Equity), sklade absolutnega donosa (Absolut Return), nepremičninske sklade (REIT). Sklad konec leta 2014 nima naložb v tem naložbenem razredu.

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 zasledoval, je ohranjanje vrednosti sredstev Sklada. V skladu z naložbenimi cilji Sklada ter 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 %. Glede na predlagano ciljno strukturo portfelja Sklada za leto 2015 in trenutno raven donosov na najvarnejše obveznice (donos na deset-letno nemško državno obveznico je ob koncu novembra 2014 na ravni 0,70 %) bo doseganje te donosnosti težko uresničljiv cilj.

V krajšem časovnem obdobju (na letni ravni) si Sklad naložbene cilje zastavlja glede na razmere na trgu. Sklad tako želi dosegati donosnost, ki bo primerljiva "benchmark-u" in hkrati prilagoditi profil tveganja tako, da ta ne bo bistveno odstopal od profila tveganja primerjalnega indeksa.

Priprava Naložbene politike Sklada za leto 2015 izhaja predvsem iz naslednjih ciljev:

- ✓ ohranjati vrednost 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 določati v povezavi s pričakovano donosnostjo primerjalnega indeksa – benchmarka.

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

Skład bo zagotavljal porabo zbranih sredstev na način, da bodo sredstva namenjena zgolj izvajanju dejavnosti, ki bodo povezane z razgradnjo NEK in odlaganjem radioaktivnih odpadkov iz NEK.

Osrednji cilj poslovanja Sklada je namenska 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 lokalnim skupnostim, skladno z Uredbo o merilih za določitev višine nadomestila zaradi omejene rabe prostora in zaradi načrtovanja intervencijskih ukrepov na območju jedrskega objekta (Ur. list RS št. 92/2014),

- ✓ 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 za leto 2015

Glede na predlagano Naložbeno politiko Sklada za leto 2015 (glede na ciljno razporeditev po naložbenih razredih ter upoštevajoč naložbena pravila), lahko ugotovimo nekaj odstopanj oz. neustreznih naložb. Sklad si je v letu 2014 prizadeval za odprodajo teh naložb, vendar le-te zaradi nelikvidnosti še ostajajo v portfelju Sklada. V letu 2015 bomo nadaljevali z aktivnostmi za odprodajo naložb, ki ne ustrezajo kriterijem naložbene politike in ne sodijo v portfelj Sklada.

Večje odstopanje predstavljajo netržni vrednostni papirji, ki ob koncu leta 2014 predstavljajo **3,30 %** portfelja.

2.3. Izpostavljenost in omejitve naložb po naložbenih razredih

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

Tabela 4: Vrednost posameznih vrst naložb v letu 2015 ne sme presegati naslednjih omejitev

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 ²	30%	10%
Obveznice izd. v 100% državni lasti	7%	5%
Podjetniške/korporativne obveznice	2%	2%
Obveznice bank/finančnih izdajateljev	3%	2%
Vz. skl. z več kot polovico v dolž. nal.	10%	2%
Depoziti in CD-ji bank	15%	-
Zakladne menice ³	30%	5%
LASTNIŠKI VRED. PAPIRJI		
ETF-ji (deln.), VS (deln. in meš. skl.)	7%	1,5%
Alternativne naložbe	2%	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.

² Največji dovoljeni delež v državne obveznice (30%) izstopa zaradi večje izpostavljenosti do naložb v obveznice Republike Slovenije.

Sklad 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.

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 se je prvenstveno koncentriral 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 nižja³ od BBB-/Baa3, po oceni bonitetnih hiš; **Standard Poor's, Fitch in Moody's** oz v primeru različnih ocen **Bloomberg Composite** ocene.
- ✓ Velikost posamezne izdaje obveznice s ciljem zagotavljanja potrebne likvidnosti **ne sme biti nižja od 200 mio EUR**
- ✓ 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 naložbah v tuje banke bo Sklad upošteval, da so banke pod nadzorom EBA (European Banking Authority), oz. imajo ustrezen rating (Investment grade - S&P, Moody's, Fitch);
- ✓ Pri nalaganju sredstev v vzajemne sklade in ETF-je, bo Sklad vršil primerjavo uspešnosti primerljivih skladov in se odločal za naložbo v najuspešnejše sklade.
- ✓ **Najmanj 85 %** portfelja bo naloženih v evrih, pri čemer bo večina preostalih naložb v ameriških dolarjih - **10 % do 15 %**.
- ✓ Delež sredstev Sklada v posameznem vzajemnem skladu/ETF - ju glede na skupno vrednost sredstev v posameznem skladu/ETF - ju ne sme presegati 10 %.

³ Sklad bo pri nakupu državnih in korporativnih obveznic kupoval le obveznice z boniteto vsaj "investment grade – naložbeni razred". V primeru, da boniteta posamezne obveznice v portfelju Sklada pade pod naložbeni razred, pa naložbo pozorno spremljal ter se glede na napovedi odločal o odprodaji obveznice.

Tabela 5: Omejitve pri vlaganju po naložbenih razredih

Vrsta naložbe	Omejitve pri nalaganju sredstev
Državne obveznice	Naložbeni razred ⁴
ETF-ji (100% dr. V.P.)	Naložbeni razred, Izdajatelj/DZU pod nadzorom OECD nadzornih organov
Obv. izdajateljjev v 100% dr. lasti	Naložbeni razred
Podjetniške/korporativne obveznice	Naložbeni razred
ETF-ji, V.S. (več kot 50% korp. Obv.)	Izdajatelj/DZU pod nadzorom OECD nadzornih organov ⁵
Obveznice ban/finančnih izdaj.	Naložbeni razred
ETF-ji, V.S. (100% den. trga)	Izdajatelj/DZU pod nadzorom OECD nadzornih organov
Depoziti	Banke v RS pod nadzorom BS, v EU pod nadzorom ECB/EBA
CD-ji, zakladne menice ⁶	Banke v RS pod nadzorom BS, v EU pod nadzorom ECB/EBA
ETF-ji, V.S. – lastniški V.P.	Izdajatelj/DZU pod nadzorom OECD nadzornih organov
Alternativne naložbe ⁷	
Delnice	Kotacija na eni od mednarodnih borz, tržna kapitalizacija vsaj 2 mrd EUR

Naložbeni proces zajema pripravo naložbenih predlogov s strani služb Sklada, v skladu s Pravilnikom o upravljanju s tveganji Sklada, do katerih se opredeli direktor Sklada ter razpravo o posamezni naložbi na redni oz. korespondenčni seji Upravnega odbora Sklada. Upravni odbor Sklada se do naložbenih predlogov opredeli z glasovanjem.

Tabela 6: 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 ⁸ , upravljalna provizija
Obveznice izd. v 100% državni lasti	Enako kot za državne obveznice
Podjetniške/korporativne obv.	Analiza posl. posam. izd./kred. matrika, trajanje, donos
ETF-ji, V.S. (več kot 50% korp. obv.)	Tracking error, upravljalna provizija
Obveznice bank/finančnih izdajateljjev	Analiza posl. posam. izd./kred. matrika, trajanje, donos
ETF-ji, V. S. - lastniški VP	Tracking error, upravljalna. provizija
Depoziti	Donos, boniteta banke, razpršenost
CD-ji	Donos, boniteta banke, razpršenost
Alternativne naložbe ⁹	
Delnice	Analiza poslovanja, analiza primerljivih podjetij (RV)

⁴ Naložbeni razred= od AAA do BBB- po S&P in Fitch ter Aaa do Baa3 po Moodys (naložbe tudi v prvi razred pod "investment grade", torej BB+/Ba1 v primeru stabilnih izgledeov za prihodnost)

⁵ 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

⁶ Komercialne izdaje

⁷ Kriterije za alternativne naložbe bo Sklad predstavil v začetku v letu 2015. Kriteriji za izbor naložb bodo obravnavani na Upravnem odboru Sklada.

⁸ Tracking error=napaka sledenja indeksnih skladov glede na gibanje primerjalnega indeksa (benchmark).

⁹ Kriterije za alternativne naložbe bo Sklad predstavil v začetku leta 2015. Kriteriji za izbor naložb bodo obravnavani na Upravnem odboru Sklada.

2.5. Merila uspešnosti (Benchmark)

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

Tabela 7: Primerjani indeksi po posameznih naložbenih razredih

Vrsta naložbe	Primerjani indeks ¹⁰
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 PAPIRJI¹¹	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

Sklad bo meril donos 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, in sicer za vsako posamezno vrsto oziroma segment naložb.

Sklad bo v sklopu poročil (mesečna, polletna poročila) o upravljanju, ki ga prejmejo člani Upravnega odbora Sklada ter predsednik Nadzornega odbora Sklada, računal mesečno, polletno in letno donosnost portfelja. Sklad bo velikost, mesečne donosnosti portfelja in vrednosti kazalnika tveganja mesečno objavljali na svoji spletni strani.

¹⁰ Sklad lahko namesto izbranih primerjalnih indeksov uporablja tudi druge primerjalne indekse, ki ustrezno zastopajo posamezni naložbeni razred.

¹¹ 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 tržnih pogojev. 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 neuskrajene likvidnosti oziroma neuskrajnosti 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 (Časovna opredelitev glede aktivnosti na področju ravnanja z jedrskimi odpadki).

o Obrestno tveganje

Obrestno tveganje je tveganje, ki mu je Sklad izpostavljen 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 ocene 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 2015 je pripravljena v skladu z veljavno zakonodajo, ki z omejitvami v vrste in obseg naložb opredeljuje najvišje stopnje tveganja. Sklad želi s konzervativno Naložbeno politiko za leto 2015 doseči zastavljene cilje, predvsem pa ohranjati vrednost premoženja Sklada. Pri izvajanju Naložbene politike za leto 2015 bo Sklad sledil zastavljenim naložbenim načelom: načelu varnosti, razpršenosti, likvidnosti in donosnosti.

Zastavljeno Naložbeno politiko Sklada 2015 bomo realizirali:

- z aktivnim upravljanjem premoženja Sklada,
- s spremljanjem uspešnosti (primerjalni indeks - BM),
- z aktivnim spremljanjem vseh tveganj v povezavi s portfeljem Sklada.

Sklad je pri pripravi Naložbene politike Sklada za leto 2015 izhajal iz veljavne statusne organiziranosti Sklada kot samostojne pravne osebe, ustanovljene po posebnem zakonu.

Direktorica
Sklada za financiranje razgradnje NEK in
za odlaganje radioaktivnih odpadkov iz NEK:



mag. Darja Štraus Trunk, univ. dipl. ekon.