

# NALOŽBENA POLITIKA

Javnega Sklada Republike Slovenije za financiranje razgradnje  
Nuklearne elektrarne Krško in odlaganja radioaktivnih odpadkov in  
izrabljenega goriva iz Nuklearne elektrarne Krško

za leti 2023 in 2024

(Predlog 2)

**Stran**

<b>1. MAKROEKONOMSKE NAPOVEDI IN GIBANJA</b> .....	<b>2</b>
1.1 MAKROEKONOMSKA SLIKA V LETIH 2023 IN 2024.....	2
1.2 KAPITALSKI TRGI V LETIH 2022, 2023 IN 2024 .....	5
1.3 VPLIV KAPITALSKIH TRGOV NA PORTFELJ SKLADA NEK V LETIH 2023 IN 2024.....	8
<b>2. NALOŽBENI CILJI</b> .....	<b>10</b>
<b>3. STRUKTURA PORTFELJA NALOŽB</b> .....	<b>12</b>
3.1 CILJNA STRUKTURA PORTFELJA ZA LETI 2023 IN 2024 .....	12
3.2 NALOŽBE V MANJ LIKVIDNE VREDNOSTNE PAPIRJE .....	14
3.3 SPLOŠNE OMEJITVE PRI VLAGANJU PO NALOŽBENIH RAZREDIH .....	14
3.4 SPREMLJANJE NALOŽB.....	15
3.5 POTEK NALOŽBENEGA PROCESA .....	15
3.6 POTREBNE PRILAGODITVE PORTFELJA ZA LETI 2023 IN 2024.....	15
<b>4. SPREMLJANJE REZULTATOV UPRAVLJANJA</b> .....	<b>16</b>
4.1 CILJNI DONOS SKLADA NEK .....	16
4.2 PRIČAKOVANA NOTRANJA STOPNJA DONOSA.....	16
4.3 MERILA USPEŠNOSTI.....	17
4.4 PREDVIDENI DONOS V 2023 IN 2024 .....	18
4.5 ODPANJA OD KRITERIJEV USPEŠNOSTI .....	20
<b>5. UPRAVLJANJE IN MERJENJE TVEGANJ</b> .....	<b>21</b>
<b>6. ZAKLJUČEK</b> .....	<b>23</b>

## 1. MAKROEKONOMSKE NAPOVEDI IN GIBANJA

### 1.1 Makroekonomska slika v letih 2023 in 2024

#### Gospodarska slika in obeti

V letu 2022 so se svetovna gospodarstva soočala s številnimi izzivi. Vstop v leto je spremljala nadpovprečno visoka inflacija, ki ji je v veliki meri botrovalo dolgo obdobje izrazito ohlapne monetarne politike centralnih bank. Voja v Ukrajini je to ne najboljše izhodiščno stanje spremenila v pravi kaos, ko so gospodarske številke in napovedi šle samo še strmo navzdol. Zaostrovanje monetarnih politik v boju zoper inflacijo bo v letu 2023 poslabšalo pogoje zadolževanja podjetij in potrošnikov in tako prispevalo k ohlajanju svetovnega gospodarstva. Pričakujemo, da se bo dviganje uradnih obrestnih mer v letu 2023 zaključilo, predvsem zaradi umirjanja rasti cen, nižjih dobičkov podjetij in upada kupne moči potrošnikov. Centralne banke bodo kljub naštetemu nadaljevale z zmanjševanjem obsega programov likvidnosti, kar lahko negativno vpliva na zmožnost financiranja pri bankah.

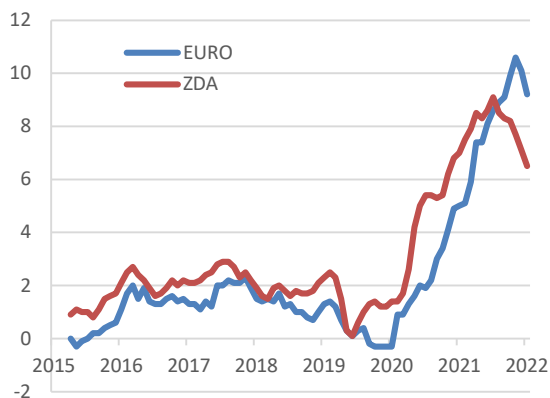
V letu 2022 je inflacija tudi v razvitem svetu dosegla dvoštevlične vrednosti, kar je najvišje v več desetletjih. Izrazito močni in vztrajni inflacijski pritiski so v večini regij privedli do zaostrovanja finančnih pogojev, ki so vse od finančne krize v letu 2008, še posebej izrazito pa v času pandemije COVID-19, gospodarstvu in kapitalskim trgom dajali močno podporo, hkrati pa krepili inflacijske pritiske. Posledice zaostrenih monetarnih in finančnih pogojev so se najprej pokazale na kapitalskih trgih, kjer je prišlo do izrazitega znižanja tečajev. Velik del razlogov za visoko rast inflacije gre pripisati ruski invaziji na Ukrajino, ki ne pojenja in povzroča negotovosti na področju oskrbe z energenti in povečuje volatilnost tečajev na trgih energentov, kar prispeva k destabilizaciji svetovnega gospodarstva. Zaradi izrazite energetske odvisnosti od Rusije je vprašanje oskrbe z energenti še posebej pereče v državah Evropske unije (EU). V širšem smislu pa je vojna v Ukrajini dvignila cene hrane na svetovnih trgih ter povzročila resne težave pri oskrbi določenih predelov sveta z ukrajinskimi žiti. Čeprav se je vpliv pandemije COVID-19 v večini držav občutno zmanjšal, pa so omejitve ekonomskega in družbenega dogajanja prisotne zlasti na Kitajskem, kjer je v veljavi ničelna toleranca do covid, močno vplivale na kitajsko gospodarstvo, z ozirom na velikost kitajskega gospodarstva in njegov pomen v globalnem smislu pa tudi na svetovno trgovino in proizvodno aktivnost. Vsaj zaenkrat se zdi, da so se z vojno v Ukrajini, ki je privedla do motenj dobav ruskih energentov in rasti cene energentov, pospešile aktivnosti v smeri zelenega prehoda. V državah EU je ponovno prišlo do aktivacije jedrske energije in zdi se da tudi do bolj racionalne rabe energentov. V letu 2022 so centralne banke pospešeno zviševale svoje ključne obrestne mere. Ameriška centralna banka - Federal Reserve Bank (FED) je na sedmih zasedanjih obrestne mere dvignila skupaj za 425 bazičnih točk z 0,25 % na 4,5 %. Evropska centralna banka - European Central Bank (ECB) evrsko denarno politiko zaostreje najhitreje, odkar obstaja. V 2022 je svojo ključno obrestno mero dvignila na štirih zasedanjih za skupaj 250 bazičnih točk, z 0 % na 2,5 %, depozitno obrestno mero pa z -0,5 % na 2,0 %, s čimer se je v evroobmočju končalo obdobje negativnih obrestnih mer, ki je trajalo od leta 2014. Trenutna pričakovanja vlagateljev na denarnem trgu kažejo na dodatne dvige obrestnih mer, proti koncu leta pa celo na prva nižanja, če bodo razmere v gospodarstvih to dopuščale.

Vsi ti dejavniki so že v letu 2022 znižali obete za gospodarsko rast, hkrati pa so tudi v napovedi za prihajajoča obdobja vnesli ogromno negotovosti. Pričakovati je mogoče, da je pred nami leto podpovprečne gospodarske rasti. Ekonomisti iz Mednarodnega denarnega sklada - International Monetary Fund (IMF) so v januarskem poročilu obete za rast v svetu popravili na 2,9 % v letu 2023 in 3,1 % v letu 2024. Približno tretjina sveta se že sooča s pojavom tehnične recesije, tj. dveh zaporednih četrtletij negativne rasti. Verjetnost recesije v 2023 je tako še vedno realna grožnja, še posebej v revnejših gospodarstvih, kjer bi nagla rast cen hrane in energentov močno zmanjšala kupno moč prebivalstva.

Ključni dejavnik tveganja ostaja inflacija, za katero se v globalnem merilu ocenjuje upad z rekordnih ravni v 2022 na še vedno povišane stopnje 6,6 % v 2023 in 4,3 % v 2024. IMF ocenjuje, da bo realna rast bruto domačega proizvoda (BDP) v Združenih državah Amerike (ZDA) znašala 1,4 % v 2023 in 1,0 % v 2024, v evroobmočju pa 0,7 % v 2023 in 1,6 % v 2024. Napovedi so se nekoliko izboljšale predvsem zaradi mile zime, ki je prispevala k manjši porabi energentov, potrošniki pa so ohranili kupno moč. Pričakovana rast BDP na Japonskem je 1,8% v 2023 in 0,9% v 2024, medtem ko bi Velika Britanija v letu 2023 zabeležila

upad  $-0,6\%$  in rast  $0,9\%$  v 2024. Pričakovanja temeljijo na ohranjanju nizkih ravni brezposelnosti v razvitih gospodarstvih, kar bi ohranilo potrošnjo na trenutnih ravneh. Glede na napovedi poslovodstev največjih podjetij lahko v 2023 pričakujemo izboljšanje stroškovne učinkovitosti in nižanje stroškov dela. Gospodarstva v razvoju naj bi po projekcijah IMF dosegala nekoliko višje stopnje rasti: pri tem prednjačita kitajsko ( $5,2\%$  v 2023 in  $4,5\%$  v 2024) in indijsko ( $6,1\%$  v 2023 in  $6,8\%$  v 2024), kjer pričakujejo krepitev potrošnje po normalizaciji epidemioloških razmer. Inflacija naj bi se v razvitih gospodarstvih v povprečju nekoliko znižala ( $4,6\%$  v 2023) kar pomeni, da se pričakuje vrnitev inflacijskih stopenj v okvirje ciljnih vrednosti v letu 2024 ( $2,6\%$ ). Čeprav projekcije kažejo na izboljšanje dolgoročnih kazalcev, pa bodo nekatere težave kratkoročno še ostale. V tem smislu velja posebej izpostaviti inflacijo, ki dosega rekordne vrednosti in ne prispeva le k hitremu zaostrovanju monetarne politike, ampak tudi upadu kupne moči gospodinjstev. Čedalje pomembnejši kazalnik pri merjenju rasti cen postaja tako imenovana jedrna ali temeljna stopnja inflacije, ki ne upošteva rasti cen energentov in hrane. Kar se tiče obetov, so tveganja v tem turbulentnem obdobju izrazita. Preveč restriktivna monetarna politika bi lahko privedla do ekonomsko neugodnega okolja, ki bi, še posebej v obdobju neugodnih geopolitičnih dogodkov, privedel do upada proizvodnje in povečanja brezposelnosti. Trenutno je to osrednji scenarij svetovnih ekonomistov. Preveč ekspanzivna monetarna politika bi lahko krepila inflacijo ter s tem prav tako postavljala ovire na poti gospodarskega razvoja. Nadaljevanje zaostrovanja na geopolitičnem področju, kjer bi vojna v Ukrajini zajela tudi ozemeljska vprašanja med Kitajsko in Tajvanom, bi lahko v mnogo večji meri ovirala trgovinske in kapitalske tokove in bi dejansko pomenila grožnjo svetovnih razsežnosti. Še posebej države EU so se na izrazito visoko inflacijo odzvale z ekspanzivno fiskalno politiko, katere namen je zaščita ranljivih skupin s ciljno usmerjeno kratkoročno podporo za ublažitev bremena rasti življenjskih stroškov, še posebej energije. Z zaostrovanjem pogojev financiranja in rastjo obrestnih mer se krepijo sistemska tveganja gospodarskega procesa, ki predvsem v luči rasti cen in dostopnosti energentov ostajajo izziv za prihajajoča leta. Navkljub tem kratkoročnim šokom pa so parametri gospodarske aktivnosti na dolgi rok videti stabilni.

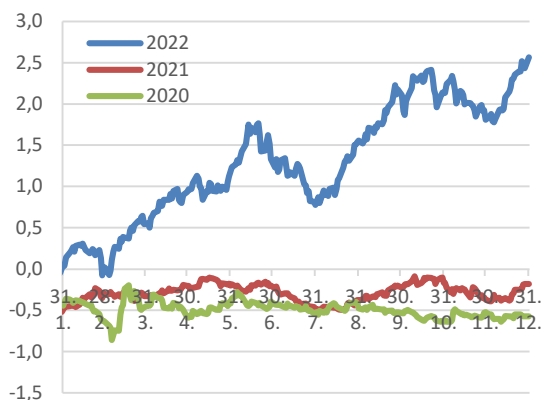
**Slika 1:** Inflacija v območju evra in ZDA



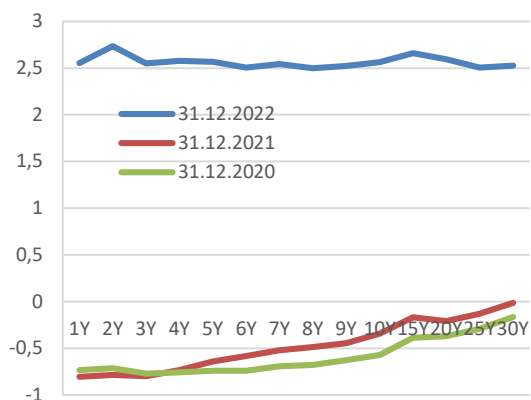
**Slika 2:** Ključne obrestne mere ECB



**Slika 3:** Donosnost 10-letnih nemških državnih obveznic



**Slika 4:** Krivulje donosnosti nemških državnih obveznic na posamezen dan



## 1.2 Kapitalski trgi v letih 2022, 2023 in 2024

### 1.2.1 Dogajanje na kapitalskih trgih v letu 2022 in predvidevanja za leta 2023 in 2024

Turbulentno dogajanje v ekonomskem in družbenem okolju v letu 2022 je privedlo do izrazite volatilnosti na kapitalskih trgih in izrazitega znižanja cen v praktično vseh naložbenih razredih. Še posebej visoki so bili padci na obvezniških trgih, ki so bili tolikšni, kot jih novejša zgodovina ne pomni. To velja še toliko bolj, saj obveznice veljajo za varne naložbe. Obveznice najbolj kredibilnih držav (ZDA, Nemčija) veljajo celo kot netvegani vrednostni papirji. Do sedaj se prav tako še ni zgodilo, da so tako izrazito dvoštevilsne padce sočasno realizirali obvezniški in delniški trgi, kot lahko vidimo v tabeli 1. Znižanje na trgih je bilo še posebej izrazito po napadu Rusije na Ukrajino, ki je pripeljal do sankcij Zahoda in povračilnih ukrepov Rusije na področju energentov. Celoten splet dogodkov je ustvaril izrazite inflacijske pritiske, ki so jih centralne banke, tudi za ceno recesije, skušale umiriti z izrazitimi dvigi obrestnih mer, kar je prispevalo k rasti obrestnih mer in zahtevanih donosnosti. Skokovita rast obrestnih mer je privedla do skokovite rasti zahtevanih donosnosti obvezniških naložb, kar je občutno znižalo cene na trgih dolga. Splošni indeks državnih evrskih obveznic, ki sicer veljajo za najvarnejše naložbe, se je v letu 2022 znižal za –18,44 %, od tega je znižanje od napada na Ukrajino naprej znašalo kar –15,84 %, tj. 85,9 % celotnega znižanja. Indeks dolgoročnih evrskih obveznic z ročnostjo nad 10 let se je znižal za 32,27 %, pri čemer je znižanje od napada na Ukrajino naprej znašalo –27,92 %. Izmed delniških naložb so se najbolj znižali indeksi tehnoloških delnic, na katere je, zaradi visokih kazalnikov relativnega vrednotenja, sprememba obrestnih mer najbolj vplivala. Padec cen kitajskih delnic je ob vseh tem še posledica notranjih razmerij v državi, odnosa do ZDA in politike ničelne tolerance do covid, ki je ponovno uvajal delna zaprtja družbenega in ekonomskega dogajanja v državi.

Dvigi ključnih obrestnih mer so na obvezniških trgih privedli do rasti zahtevanih donosnosti po celotni krivulji donosnosti. Zahtevana donosnost referenčne 10-letne državne obveznice Nemčije se je v 2022 dvignila z –0,19 % na 2,57 %, ameriške pa z 1,51 % na 3,87 %, pri čemer je vrh dosegla 24. oktobra pri 4,24 %. Rast obrestnih mer je bila tolikšna, da so 10-letne realne obrestne mere v Nemčiji ob koncu septembra 2022 ponovno postale pozitivne glede na dolgoročne projekcije pričakovane stopnje inflacije, kar se ni zgodilo vse od maja 2014. Podobno velja tudi za ZDA, kjer so 10-letne obrestne mere prav tako nad višino ciklično nevtralne stopnje. To daje stabilnejšo podlago za dolgoročno investiranje, četudi so trenutne ravni kratkoročnih obrestnih mer nad dolgoročnimi.

**Tabela 1:** Donosi po naložbenih razredih v 2022 (v %)

Indeks	Država	Donos 2022	P/E	P/E 2023	Div	Div 2023
NASDAQ COMP.	ZDA	-32,93	27,8	23,8	1,0	1,1
DOW JONES IND.	ZDA	-6,86	18,6	16,4	2,1	2,1
FTSE 100	VB	4,57	11,3	10,0	3,8	4,0
S&P 500	ZDA	-18,14	18,2	16,8	1,8	1,7
IBOVESPA	Brazilija	4,69	6,0	7,7	9,3	11,0
HANG SENG	Hongkong	-11,66	10,8	9,5	3,4	3,4
SHANGHAI COMP.	Kitajska	-19,84	13,5	10,0	2,8	3,2
DAX	Nemčija	-12,35	11,4	11,1	3,7	3,6
EURO STOXX 50	EU	-8,55	11,9	11,6	3,5	3,6
NIKKEI 225	Japonska	-7,37	20,6	15,1	2,3	2,3
SMI	Švica	-14,29	14,8	16,5	3,1	3,2
SBI TOP	Slovenija	-10,98	7,4	6,4	7,7	7,0
MSCI WORLD	Svet	-17,84	16,6	15,2	2,3	2,3
MSCI EM	EM	-19,22	11,8	10,7	3,2	3,8

Obvezniški trgi						
Državne EUR obveznice		-18,44				
Podjetniške EUR obveznice		-14,17				
Državne EUR obveznice 10+ let		-32,27				
EUR HY		-9,41				
USD državne		-12,33				
USD podjetniške		-15,60				
USD HY		-11,19				
EM USD		-5,74				

**Tabela 2:** Donosnosti do dosvetja na dan 1. 1. 2022 in 31. 12. 2022 (v %)

	31.12.2021	31.12.2022
Nemčija, 5-letna	-0,461	2,566
Nemčija, 10-letna	-0,182	2,565
ZDA, 5-letna	1,263	4,004
ZDA, 10-letna	1,510	3,875
Slovenija, 5-letna	-0,188	3,096
Slovenija, 10-letna	0,388	3,781

Tudi donosi na delniških trgih so se v 2022 znižali. Svetovni delniški indeks MSCI WORLD, ki meri dogajanje na kapitalskih trgih razvitih držav, se je v letu 2022 znižal za -17,84 %, vključujoč pri tem dividendni donos. Indeks MSCI ACWI, ki sledi dogajanju celotnega svetovnega delniškega trga, pa je v letu 2022 izgubil - 8,00 %. Izmed posameznih trgov in segmentov so največ izgubljali indeksi tehnoloških delnic, ki so najbolj navezane na spremembe obrestnih mer. Indeks tehnoloških delnic Nasdaq je izgubil tretjino svoje vrednosti, osrednji ameriški borzni indeks S&P500 je izgubil dobrih 18 %, a pri tem je treba upoštevati, da je več kot tretjina indeksa navezana na tehnološki sektor. Indeks Dow Jones Industrials, ki v večji meri zajema industrijski del ameriškega gospodarstva, je utrpel nižje znižanje, in sicer za -6,86 %, vključujoč pri tem dividende. Borzni indeksi na evropskih trgih so bili ob vseh proti-inflacijskih ukrepih monetarnih oblasti tudi v primežu vojne v Ukrajini. Osrednji evropski indeks EUROSTOXX50 se je znižal za -8,55 %, vključujoč dividendni donos, nemški DAX za -12,35 %. V primerjavi z ameriškimi osrednjimi indeksi so evropski borzni indeksi izrazito manj tehnološko naravnani in v večji meri zajemajo industrijski del gospodarstva, potrošne dobrine, finance, surovine in farmacijo. Načeloma so ti segmenti manj podvrženi

rasti obrestnih mer, gre pa za energetske intenzivne segmente, ki so toliko bolj podvrženi vplivom energetske krize in vojne v Ukrajini. Najboljše so poslovale regije (npr. Brazilija), ki so vezane na surovine in energente, katerih cene so zaradi vojne v Ukrajini narasle. Na Kitajskem so borzni indeksi v letu 2022 upadli skoraj za petino. Ključen razlog za tolikšen padec je spremenjen odnos politike do tehnološkega sektorja, pa tudi v ničelni toleranci do covida. Je pa z vsesplošnim upadom cen prišlo do izboljšanja kazalcev vrednotenja, kar je ugodno z vidika dolgoročnega investiranja. V letu 2022 smo bili priča padcu aktivnosti v segmentu alternativnih naložb (zasebnega kapitala in zasebnega dolga), kot posledice rasti obrestnih mer in stroškov zadolževanja ter znižanih vrednotenj in obetov.

Glede na tolikšne padce v letu 2022 je pogled naprej previdno pozitiven. Čeprav nevarnosti še niso minile, pa so tolikšni padci obvezniških in delniških naložb na kapitalskih trgih, ki so se zgodili v letu 2022, odpravili mnoge zadržke v povezavi z nerealnimi vrednotenji na kapitalskih trgih v preteklih letih. Ne gre pozabiti, da so referenčne 5-letne nemške državne obveznice dosegale negativne donosnosti do dospelja vse od začetka leta 2015 naprej, referenčne 10-letne pa od junija 2016, kar ne daje podlage za dolgoročno investiranje v najvarnejšo obliko naložb, hkrati pa kalkulacije na podlagi diskontiranja prihodnjih denarnih tokov močno popači. Močno pozitivne ravni zahtevanih donosnosti, kakršnih ni bilo že vse od leta 2010 in nižja vrednotenja na delniških trgih sta ponovno ustvarila privlačne naložbene priložnosti za prihodnje obdobje in tudi dolgoročnim vlagateljem omogočila, da se s strateškim pozicioniranjem in ne zgolj taktičnim ponovno osredotočijo na doseganje cilja dolgoročne donosnosti. V obdobju, ki so ga zaznamovale negativne stopnje zahtevanih donosnosti, to ni bilo mogoče. To seveda ne pomeni, da še posebej na kratek rok negotovosti ni več. V letu 2023 se napoveduje recesija oziroma obdobje manjše gospodarske rasti, kar lahko na kapitalske trge vedno vnese dodatno volatilitnost zaradi negotovosti pri napovedih uspešnosti poslovanja družb. A najpomembnejši premik je ta, da pri trenutnih ravneh obrestnih mer trg dolga ponuja alternativo naložbam v delnice. Dolgoročni investitorji s poudarkom na varnem portfelju, kot je tudi Sklad NEK, z dolgoročno strateško alokacijo tako lažje zasledujejo svoje strateške cilje. Na kapitalske trge bi izrazito pozitivno vplivala vsakršna umiritev inflacije, česar v 2023 tudi ne gre izključiti. Navkljub izboljšanim splošnim pogojem dolgoročnega investiranja pa je pri dolgoročnih obvezniških naložbah še vedno potrebna večja previdnost, saj so takšne naložbe mnogo bolj občutljive na spremembe obrestnih mer od kratkoročnih. Ob tem so zaradi inverzne krivulje donosnosti, ki je prisotna tako v ZDA, kot tudi v mnogih evropskih državah, dolgoročne obrestne mere nižje od kratkoročnih. Tudi delniške naložbe bodo v 2023 vstopile z nižjimi vrednotenji, kar prispeva k večjemu zanimanju za investiranje pri dolgoročnih investitorjih. Nižja vrednotenja so opazna predvsem na evropskih in azijskih delniških trgih, v ZDA ostajajo kazalniki relativnega vrednotenja nad dolgoletnimi povprečji. Potencialni upad prihodkov ter zmanjšanje dobičkov podjetij zaradi zmanjšanja potrošnje in nižje gospodarske aktivnosti predstavlja v letu 2023 največjo oviro za rast delniških tečajev. Ker so obeti za poslovanje družb v Severni Ameriki boljši v primerjavi z Evropo, so tudi kazalci relativnega vrednotenja na ameriških trgih nekoliko višji. Rast obrestnih mer lahko privede do sprememb pri tistih sektorjih in podjetjih, katerih vrednotenje temelji na napovedanih visokih stopnjah rasti dobičkov v prihodnosti, tako imenovana hitro rastoča podjetja, saj bi dražje financiranje poslovanja omejilo njihov potencial za rast, višja diskontna stopnja pa bi dodatno poslabšala izhodišče pri kalkulaciji vrednotenja. Večjo volatilitnost je prav tako pričakovati v sektorjih in podjetjih, katerih poslovni proces je v večji meri vezan na energente in nestanovitne nabavne verige. Če ne bo prišlo do pojava kakšnih posebnih zunanjih dogodkov, potem je tudi v letu 2024 pričakovati nadaljevanje relativno ugodnega razvoja na kapitalskih trgih tako za obvezniške, kot tudi delniške naložbe.

Na trgu valut je prišlo do krepitve dolarja, k čemur so prispevali skokovita rast dolarjskih ključnih obrestnih mer, moč ameriškega gospodarstva in vojna v Ukrajini. Ameriški dolar je tako jeseni dosegel ravni, ki jih ni vse od osemdesetih let prejšnjega stoletja in gibanje tečaja dolarja bo pomembna komponenta gibanja donosov dolarjskih naložb. Svojo najvišjo vrednost je evro dosegel 10. februarja pri tečaju 1,15 dolarja za evro, najnižjo pa 27. septembra pri tečaju 0,96 dolarja za evro. V prihodnje je tako pričakovati oslabitev dolarja proti evru na zgodovinsko ravnovesne ravni, šibkejši dolar pa bi prispeval k večjemu zanimanju za investiranje na ameriških kapitalskih trgih.

## 1.2.2 Vpliv kapitalskih trgov na poslovanje Sklada NEK v letu 2022 in ocena poslovanja Sklada NEK v letu 2022

Leto 2022 so zaznamovali drastični padci vrednosti naložb po praktično vseh naložbenih razredih. Vpliv se je občutil tudi na portfelju Sklada NEK, ki je dosegel donos v višini  $-9,92\%$ . Ob koncu leta je ocenjena knjigovodska vrednost portfelja znašala 220.247.362 evra. Obvezniške naložbe so realizirale donos v višini  $-13,7\%$  v segmentu državnih obveznic in  $-11,7\%$  v segmentu podjetniških obveznic. Segment lastniških vrednostnih papirjev je realiziral negativni donos v višini  $-11\%$ . Pozitivni donos so realizirale naložbe v segmentu denarnih sredstev in alternativnih naložb. Navkljub negativnemu donosu pa je dosežen donos presegel donos primerljivega indeksa (benchmarka), ki je v letu 2022 izkazal negativni donos v višini  $-14,5\%$  in obvezniških vzajemnih skladov, ki so dosegli donos v razponu med  $-17,6\%$  in  $-11,8\%$ . V letu 2022 je Sklad NEK ustvaril za 33.432.708 evra prihodkov in imel za 8.080.588 evra odhodkov, kar pomeni, da je presežek prihodkov nad odhodki znašal 25.343.120 evrov.

Z ozirom na izrazito nizke in tudi negativne stopnje donosnosti do dospelja ob začetku leta 2022, je Sklad NEK že ob vstopu v samo leto 2022 znižal delež obvezniških naložb v portfelju, hkrati pa skrajšal trajanje naložb, s čimer je znižal obrestno tveganje portfelja in učinek rasti obrestnih mer na vrednost obvezniških naložb. Na drugi strani je povečal delež denarnih sredstev. Ker se je trend rasti obrestnih mer nadaljeval tudi v letu 2022, hkrati pa je prišlo do porasta volatiliteti na kapitalskih trgih (obvezniških in delniških), je Sklad NEK tekom leta ohranjal raven naložb na spodnjih dopustnih mejah. Kljub vsemu je potrebne nakupe obveznic izvajal po izrazito visokih stopnjah donosnosti; državno obveznico Romunije po letni obrestni meri  $7,86\%$ . Rast obrestnih mer na kratkem delu krivulje donosnosti je izkoriščal za nakupe kratkoročnih vrednostnih papirjev in zakladnih menic, katerih donosnosti so presegale ravni bančnih obrestnih mer. Z rastjo obrestnih mer na trgu se je dvignila tudi obrestna mera obvezniških naložb v portfelju Sklada NEK, ki se je povzpela iz  $0,53\%$  dne 31. decembra 2021 na  $4,23\%$  na dan 31. decembra 2022.

## 1.3 Vpliv kapitalskih trgov na portfelj Sklada NEK v letih 2023 in 2024

Naložbena politika služi uresničevanju temeljnega poslanstva Sklada NEK, definirane v 4. členu ZSFR-1. Naložbeni proces upošteva načela varnosti, razpršenosti, donosnosti in likvidnosti ter druge omejitve glede strukture portfelja in si prizadeva dosegati stabilnost naložb in dolgoročno rast premoženja. Sklad NEK ima specifično in družbeno odgovorno vlogo, ki od njega terja, da portfelj upravlja preudarno in odgovorno, s posebnim poudarkom na skrbi za varnost naložb. Pri upravljanju premoženja Sklad NEK sledi načelom odgovornega upravljanja, pri čemer ohranja osredotočenost na cilje donosnosti in varnosti portfelja ter likvidnosti naložb (16. člen ZSFR-1). Glede na prevladujočo izpostavljenost do dolžniških vrednostnih papirjev v strukturi naložb, je osrednji fokus upravljanja namenjen predvsem obrestnemu tveganju obvezniških naložb ter odnosu med kreditnim tveganjem in donosnostjo. Na strategijo investiranja in strukturo naložb vpliva drugi odstavek 8. člena Pravilnika o razčlenjevanju in merjenju prihodkov in odhodkov pravnih oseb javnega prava, ki Skladu NEK nalaga, da vrednoti naložbe v dolžniške vrednostne papirje po poštenih ceni. Pri tem načinu vrednotenja se cene obveznic gibljejo glede na gibanje obrestnih mer, pri čemer velja, da cene obveznic padajo, ko obrestne mere rastejo, in rastejo, ko obrestne mere padajo. Neupoštevanje tega bi portfelj Sklada NEK izpostavilo dodatni meri obrestnega tveganja, kar bi v primeru rasti obrestnih mer v posameznem letu privedlo do dodatnega znižanja vrednosti portfelja. Strategija investiranja prav tako upošteva spremenjeni način financiranja državne gospodarske javne službe, ki v 8. členu ZSFR-1 Skladu NEK nalaga, da sredstva v obsegu letnega financiranja izgradnje odlagališča v enkratnem znesku vplača v proračun države. Z namenom doseganja pričakovane notranje stopnje donosa in ciljnega donosa, upošteva regulatorne omejitve in predvidevanja o dogajanju na finančnih trgih v letih 2023 in 2024 in s tem izvrševanja Naložbene politike Sklada NEK definira meje po posameznih naložbenih razredih za leti 2023 in 2024. Naložbenje se v okviru upravljanja portfelja izvaja tako, da se posamezne vrednostne papirje presoja kot individualno naložbo in z vidika vpliva na celoten portfelj.

Skokovita rast obrestnih mer, ki je v 2022 privedla do znižanja tečajev predvsem obvezniških naložb, je tudi dolgoročnim vlagateljem, kot je Sklad NEK, izboljšala pogoje za doseganje ciljnega donosa v dolgoročni perspektivi. V leto 2023 bo Sklad NEK vstopil z zahtevano povprečno donosnostjo obvezniških naložb, ki presega raven ciljne donosnosti za Sklad NEK iz Tretje revizije Programa razgradnje in Programa odlaganja radioaktivnih odpadkov in izrabljenega goriva iz NEK, kar Skladu NEK daje boljše izhodišče za doseg



ustrezno visokega donosa tako v posameznem letu, kot tudi v dolgoročni perspektivi. Navkljub temu ostaja zavedanje, da vse šibkosti v okolju še niso odpravljene in bi se lahko ob neugodnem razpletu dogodkov (npr. razširitev vojne, rast inflacije, izrazite motnje z energenti ipd.) negativnosti razširile tudi v leto 2023, kar bi negativno vplivalo na donos portfelja Sklada NEK v letu 2023, četudi bi se hkrati izboljšali pogoji za doseg ustrezno visokega donosa v letu 2024. Tudi v letu 2023 bo Sklad NEK ohranjal strukturo portfelja, ki bo ohranjala varnost naložb, glede na izboljšanje razmer na obvezniških trgih (višje ravni zahtevanih donosnosti in strmejša krivulje donosnosti), pa bo podaljšal trajanje naložb, s čimer bo povečal obrestno tveganje, ki pa bo še vedno krajše od obrestnega tveganja primerjalnega indeksa. Na strateški ravni bo Sklad NEK postopoma podaljševal trajanje novih obvezniških naložb, kar bo dvignilo trajanje obvezniških naložb v portfelju in ga približalo trajanju obvezniških naložb iz primerjalnega indeksa, četudi bo ostalo krajše. Z namenom znižanja obrestnega tveganja v času volatilitnosti na kapitalskih trgih bo Sklad NEK v obvezniške naložbe daljše ročnosti kljub vsemu še vedno vstopal previdno, saj rast obrestnih mer mnogo bolj zniža vrednost dolgoročnih obveznic kot obveznic krajše ročnosti. Tudi trenutno inverzne krivulje donosnosti bodo vplivale na previden vstop v obveznice daljše ročnosti. Z rastjo obrestnih mer so se izboljšali tudi pogoji v segmentu podjetniških obveznic, ki ob zmernem tveganju tudi v srednjih ročnostih, kjer je občutljivost na spremembe obrestnih mer manjša, ponujajo zelo konkurenčne donosnosti. Naložbene priložnosti se nahajajo v selektivnem izboru naložb različnih izdajateljev z ugodnim razmerjem med kreditnim in obrestnim tveganjem, trajanjem in pribitkom glede na referenčno državno obveznico. Na delniških trgih bo Sklad NEK iskal priložnosti v sektorjih in regijah, katerih obeti za rast bodo ob sprejemljivem tveganju najbolj izraziti. Tudi delniški trgi so se v 2022 pocenili in ponujajo ugodnejše vstopne pogoje. Šibkejša gospodarska aktivnost, visoke in naraščajoče obrestne mere ter v splošnem zaostreni kreditni pogoji in pogoji financiranja bodo ustvarjali dodaten pritisk na vrednotenja v segmentu alternativnih naložb, kar utegne upočasniti samo aktivnost v segmentu, prav tako pa tudi realizacijsko vrednost.

## 2. NALOŽBENI CILJI

Sklad NEK pri upravljanju svojega premoženja zasleduje sledeče naložbene cilje:

### Varnost naložb

Primarni naložbeni cilj Sklada NEK je ohranjanje vrednosti naložb, s čimer sledi varnosti portfelja kot primarnemu načelu Sklada NEK, po katerem se zagotovi primarno vrnitev naložbe vsaj v istem denarnem znesku, kot je bil naložen, oziroma vrnitev iste kupne moči. Skladno s 16. členom ZSFR-1 mora Sklad NEK dajati prednost varnosti naložb, ki je tako nadrejen preostalim ciljem. Varnost dosega z vzdrževanjem nizke tveganosti posameznih naložb, z razpršenostjo naložb po posameznih naložbenih razredih in tudi znotraj posameznih segmentov, pretežnim investiranjem v dolžniške vrednostne papirje izdajateljev z ustrežno visoko boniteto, omejitvami pri investicijah v bolj tvegane vrednostne papirje ter z uvajanjem dodatnih kriterijev in omejitev pri naložbah v lastniške vrednostne papirje. Portfelj Sklada NEK je v največji meri izpostavljen obrestnemu, tržnemu in kreditnemu tveganju.

### Donos na sredstva

Sklad NEK je strogo namenski sklad, katerega poslanstvo je financiranje odlaganja radioaktivnih odpadkov (RAO) in izrabljenega goriva (IG) iz NEK in razgradnje NEK ter pokrivanje nadomestil za omejeno rabo prostora. Iz tega izhajajoči cilj je zbrati zadostna sredstva za uresničitev tega poslanstva, strateški cilj pa doseči donos v višini ciljnega donosa. Za Sklad NEK je ciljni donos definiran v Tretji reviziji Programa razgradnje NEK in Programa odlaganja radioaktivnih odpadkov in izrabljenega goriva iz NEK kot diskontna stopnja neto sedanje vrednosti celotnega projekta. Tretja revizija Programa razgradnje NEK iz leta 2020 vsebuje kalkulacijo ob danih predpostavkah, iz katere izhaja, da je pri trenutno veljavni anuiteti v višini 12 EUR/MWh za dosego cilja izgradnje odlagališča in razgradnje, kot izhaja iz Tretje revizije Programa razgradnje NEK in Programa odlaganja radioaktivnih odpadkov in izrabljenega goriva iz NEK, potreben povprečni letni donos portfelja v višini 1,98 %. Pri postavitvi in izvajanju Naložbene politike si bo Sklad NEK prizadeval dosegati povprečni letni donos v skladu z veljavno revizijo Programa razgradnje NEK, hkrati pa ohranяти zavezo do varnosti portfelja kot primarnega načela Sklada NEK.

### Likvidnost

Portfelj Sklada NEK predstavljajo visoko likvidne naložbe. Sklad NEK ohranja likvidnost naložb in samega Sklada NEK z nameni izvajanja njegovega temeljnega poslanstva, povezanega s financiranjem odlagališča radioaktivnih odpadkov in razgradnjo NEK, in učinkovitega upravljanja. Skladno z 8. členom ZSFR-1 mora Sklad NEK sredstva, ki so v posameznem letu potrebna za investicijo in naloge v zvezi z izgradnjo odlagališča (1. in drugi odstavek 8. člena ZSFR-1), vplačati v proračun države v 15. dneh od soglasja ministra k poslovnemu in finančnemu načrtu. Z upravljanjem portfelja Sklad NEK skrbi za dolgoročno zagotavljanje likvidnosti samega Sklada NEK. Kot je razvidno iz Finančnega načrta Sklada NEK za leti 2023 in 2024 ter prikaza denarnega toka, bo v prihodnjih dveh letih potreba po likvidnosti izrazito močna, saj so v vsakem letu predvideni relativno visoki odlivi. Iz tabele je razvidno, da bodo v obdobju do leta 2027 skupni denarni prilivi (prispevek, zapadlost naložb, prejeti kuponi in dividende) v Sklad NEK presegle obseg predvidenih odlivov v istem obdobju, zato ocenjujemo likvidnostni položaj Sklada NEK kot stabilen.

**Tabela 3:** Ocena denarnega toka v obdobju 2023–2027

<b>v tisoč EUR</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>	<b>2023-2027</b>
Vplačila	36.090	32.940	32.880	36.090	32.880	170.880
Proizvedena elektrika NEK v GWh (Slo)	3.008	2.745	2.740	3.008	2.740	14.241
Prispevek EUR/MWh:	12	12	12	12	12	
Donos	8.009	7.801	7.189	7.574	8.845	39.417
Donosnost v %:	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	
<b>Skupaj denarni prilivi Sklada NEK</b>	<b>44.099</b>	<b>40.741</b>	<b>40.069</b>	<b>43.664</b>	<b>41.725</b>	<b>210.297</b>
NORP - NSRAO	6.814	6.913	6.970	7.005	7.040	34.741
Odlaganje VRAO in IG	199	88	88	88	88	550
Odlaganje VRAO in IG	199	88	88	88	88	550
NORP - odlagališče VRAO in IG	0	0	0	0	0	0
Skladiščenje VRAO in IG	0	0	0	0	0	0
Skladiščenje VRAO in IG	0	0	0	0	0	0
NORP - skladišče VRAO in IG	0	0	0	0	0	0
Razgradnja NEK	0	0	0	0	0	0
Razgradnja NEK brez SFDS (suhega skladišča)	0	0	0	0	0	0
NORP - razgradnja NEK	0	0	0	0	0	0
NSRAO	19.801	40.322	46.871	23.236	12.306	142.537
Gradnja NSRAO	19.770	40.290	46.838	20.963	844	128.706
Obratovanje NSRAO	0	0	0	2.239	11.462	13.701
Odškodnine	31	32	33	34	0	130
Operativno delovanje ARAO	1.061	1.224	1.411	1.529	1.682	6.906
Operativni odhodki - Sklad NEK	827	854	880	907	925	4.393
Capex - Sklad NEK	88	91	93	96	98	467
<b>Skupaj denarni odlivi Sklada NEK</b>	<b>28.790</b>	<b>49.492</b>	<b>56.313</b>	<b>32.861</b>	<b>22.139</b>	<b>189.595</b>
Stanje sredstev v začetku obdobja (1.1.)	220.000	235.309	226.558	210.314	221.117	
Gibanje sredstev v obdobju	15.309	-8.751	-16.244	10.803	19.586	
Stanje sredstev konec obdobja (31.12.)	235.309	226.558	210.314	221.117	240.703	
<b>Denarni tok iz naslova naložb</b>	<b>45.925.337</b>	<b>29.167.882</b>	<b>16.203.373</b>	<b>16.619.035</b>	<b>6.843.675</b>	<b>114.759.302</b>

<b>V tisoč EUR</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>	<b>2023-2027</b>
<b>Denarni tok iz naslova naložb</b>	<b>45.925.337</b>	<b>29.167.882</b>	<b>16.203.373</b>	<b>16.619.035</b>	<b>6.843.675</b>	<b>114.759.302</b>

Sklad NEK si pri upravljanju portfelja prizadeva časovno uskladiti načrtovane odlive s prilivi iz naslova finančnih naložb in tako zmanjšati potrebo po odprodaji naložb zaradi zagotavljanja načrtovanega zneska odliva in financiranja tudi vseh drugih stroškov Sklada NEK. V tabeli so prikazani denarni tokovi iz naslova naložb, tj. prilivi iz naslova zapadlih naložb ter obresti in kuponi, v obdobju 2023-2027. Na podlagi podatkov lahko ugotovimo, da trenutna struktura portfelja zagotavlja likvidna sredstva za načrtovane odlive v letu 2023 in omogoča investiranje presežnih likvidnih sredstev z namenom zagotavljanja načrtovanega zneska odlivov v letu 2024 in hkratnega doseganja ciljev Sklada NEK.

### 3. STRUKTURA PORTFELJA NALOŽB

#### 3.1 Ciljna struktura portfelja za leti 2023 in 2024

Naložbena politika Sklada NEK je oblikovana tako, da struktura naložb prispeva k izpolnjevanju ciljev Sklada NEK, hkrati pa upošteva varnost portfelja kot temeljnega načela upravljanja. Vsaka naložba je uvrščena v enega od naložbenih razredov. Naložbe v portfelju so razpršene po posameznih naložbenih razredih, sektorsko, geografsko in po ročnosti. Portfelj je aktivno upravljan. Upošteva dogajanja na kapitalskih trgih, si Sklad NEK prizadeva z ustrezno alokacijo po posameznih naložbenih razredih prispevati k varnosti portfelja, dosegati ustrezno visok donos in izpolnjevati druge naložbene cilje. Naložbeni portfelj sestavljajo naložbe v državne vrednostne papirje, podjetniške obveznice, instrumente denarnega trga in naložbe v lastniške vrednostne papirje. Ciljna struktura in dopustne meje po naložbenih razredih so prikazane v tabeli 4, predstavljeni podatki na dan 31. decembra 2022 so nerevidirani.

**Tabela 4:** Ciljna struktura portfelja Sklada NEK za leto 2023 in 2024 (v %)

Naložbeni razred	Delež v % na dan 31. 12. 2022	Ciljna struktura v % za leto 2023	Ciljna struktura v % za leto 2024
Državne obveznice	28,51	25–65	25–65
Skladi državnih obveznic	3,75	0–10	0–10
<b>Skupaj državne obveznice</b>	<b>32,26</b>	<b>30–70</b>	<b>30–70</b>
Podjetniške obveznice	26,34	5–30	5–30
Skladi podjetniških obveznic	7,31	0–10	0–10
<b>Skupaj podjetniške obveznice</b>	<b>33,65</b>	<b>10–40</b>	<b>10–40</b>
Instrumenti denarnega trga	19,27	0–40	0–40
<b>Skupaj denarni trg</b>	<b>19,73</b>	<b>0–40</b>	<b>0–40</b>
<b>SKUPAJ DOLŽNIŠKI VP</b>	<b>85,84</b>	<b>75–100</b>	<b>75–100</b>
Delniški skladi	12,41	0–20	0–20
Delnice	1,19	0–5	0–5
Alternativne naložbe	0,76	0–2	0–2
<b>SKUPAJ LASTNIŠKI VP</b>	<b>14,36</b>	<b>0–25</b>	<b>0–25</b>
<b>PORTFELJ SKUPAJ</b>	<b>100,00</b>		

V letu 2023 bo najmanj 75 % naložbenega portfelja naloženega v dolžniške vrednostne papirje. Segment dolžniških vrednostnih papirjev sestoji iz segmenta državnih vrednostnih papirjev, podjetniških obveznic in instrumentov denarnega trga. Segment državnih vrednostnih papirjev bo obsegal med 30 % in 70 % naložbenega portfelja in sestoji iz razreda državnih obveznic, ki bo obsegal med 25 % in 65 % naložbenega portfelja, in razreda skladov državnih obveznic, ki bo obsegal med 0 in 10 % naložbenega portfelja. V razred skladov državnih obveznic vštevamo naložbe v enote ali delnice odprtih in zaprtih investicijskih skladov, ki investirajo izključno v državne obveznice. Državne obveznice v splošnem predstavljajo najbolj varno obliko naložb in kot takšne predstavljajo temeljno ogrodje portfelja Sklada NEK. Z rastjo zahtevanih donosnosti v 2022 le-te tudi v segmentu držav z najvišjimi bonitetnimi ocenami presegajo višino trenutno veljavne ciljne donosnosti za Sklad NEK, kar pomeni, da prispevajo k uresničevanju cilja doseganja ciljne donosnosti.

Segment podjetniških obveznic bo v 2023 obsegal med 10 % in 40 % naložbenega portfelja in sestoji iz dveh razredov: podjetniških obveznic, ki bodo obsegale med 5 % in 30 % naložbenega portfelja in obvezniških skladov, ki bodo obsegali med 0 % in 10 % naložbenega portfelja. Kot obvezniški sklad je definiran sklad oz. investicijska družba odprtega ali zaprtega tipa, katerega portfelj vsebuje manj kot 50 % delniških naložb. Pri naložbenem razredu podjetniških obveznic gre prav tako za manj tvegane naložbe, ki

pa na račun pribitka za kreditno tveganje ponujajo višje donosnosti od segmenta državnih obveznic, s čimer izboljšajo donosnost portfelja Sklada NEK, s tem pa dolgoročno pozicijo Sklada NEK v smislu doseganja ciljne donosnosti.

Skladno s 4. odstavkom 31. člena Akta o ustanovitvi Sklada NEK je dovoljen nakup le tistih dolžniških vrednostnih papirjev, ki so na dan nakupa pri vsaj eni od treh osrednjih bonitetnih agencij (Moody's, Standard&Poor's, Fitch) uvrščene v investicijski razred, tj. imajo bonitetno oceno od AAA/Aaa do BBB-/Baa3. Sklad NEK ni zavezan prodati naložbe, ki bi v času trajanja izgubila status investicijskega razreda, če oceni, da verjetnost nastanka kreditnega dogodka navkljub izgubi statusa naložbenega razreda ostaja zmerna in bi prodaja privedla do prevelike izgube vrednosti naložbe. Pri naložbah v razred obvezniških skladov so dovoljene tudi naložbe v sklad, ki investira v obveznice izven naložbenega razreda (High Yield, EM Bonds). Skupna vrednost naložb Sklada NEK v takšne sklade ne sme presegati 5 % skupnega portfelja Sklada NEK. Naložbe v takšne sklade pomenijo višje donosnosti iz naslova kreditnega tveganja, na drugi strani pa diverzifikacijo tveganja kreditnega dogodka posameznega izdajatelja.

Največ 40 % portfelja bo naloženega v instrumente denarnega trga. V ta segment sodijo depoziti, skladi denarnega trga, zakladne menice, blagajniški zapisi, naložbe v obliki gotovine v blagajni oziroma na podračunu pri Upravi RS za javna plačila in drugi instrumenti denarnega trga, definirani v 31. členu Akta o ustanovitvi Sklada NEK. V trenutnih razmerah negotovosti, ki jih slikajo naraščajoče se obrestne mere, volatilitnost na trgu obrestnih mer in inverzna krivulja donosnosti, predstavljajo instrumenti denarnih trgov donosno kratkoročno naložbo »prostih finančnih sredstev«. Instrumenti denarnih trgov namreč niso podvrženi obrestnemu tveganju, posamezni instrumenti pa ponujajo obrestne mere, ki presegajo višino trenutno veljavne ciljne donosnosti, predvidene za Sklad NEK. Na drugi strani služi segment denarnih trgov likvidnosti Sklada NEK, tj. financiranju storitev Agencije za radioaktivne odpadke, plačilu nadomestila zaradi omejene rabe prostora in zaradi načrtovanja intervencijskih ukrepov na območju jedrskega objekta Mestni občini Krško in operativnih stroškov Sklada NEK.

Največ 25 % naložbenega portfelja bo naloženega v lastniške vrednostne papirje. Segment lastniških vrednostnih papirjev sestoji iz razreda delniških skladov, ki bo obsegal največ 20 % naložbenega portfelja, razreda delnic, ki bo obsegal največ 5 % naložbenega portfelja, in razreda alternativnih naložb, ki bo obsegal največ 2 % naložbenega portfelja. Kot delniški sklad je definiran sklad oz. investicijska družba odprtega ali zaprtega tipa, katerega portfelj vsebuje vsaj 50 % delniških naložb. Pri naložbah v lastniške vrednostne papirje gre za najbolj tvegano in potencialno najbolj donosno obliko naložb, ki prispeva k doseganju dolgoročnih ciljev Sklada NEK.

**Tabela 5:** Portfelj Sklada NEK glede na tveganost naložb

	Naložbeni razred	Skupaj	V Sloveniji	Izven RS	
<b>Varne naložbe</b>	Državne obveznice	28,51	5,38	23,13	51,99
	Skladi državnih obveznic	3,75	0	3,75	
	Denarni trg	19,73	19,73	0	
<b>Srednje tvegane naložbe</b>	Podjetniške obveznice	26,34	4,05	22,29	33,65
	Skladi podjetniških obveznic	7,31	0	7,31	
<b>Tvegane naložbe</b>	Delniški skladi	12,41	0	12,41	14,36
	Delnice	1,19	1,19	0	
	Alternativne naložbe	0,76	0,76	0	
<b>SKUPAJ</b>			<b>31,11</b>	<b>68,89</b>	<b>100</b>

Kot izhaja iz Tabele 5, je portfelj Sklada NEK v pretežni meri izpostavljen varnim naložbam, ki jih predstavljajo državne obveznice in instrumenti denarnega trga. Glede na geografsko alokacijo pa je pretežni del naložb izpostavljen trgom izven Republike Slovenije. Če izvzamemo instrumente denarnega trga, je kar

86 % naložb izpostavljenih trgov izven Republike Slovenije. Večji delež v segmentu podjetniških obveznic, izpostavljenih na Republiko Slovenijo, odpade na obveznice Nove kreditne banke Maribor - NKBM (nominalni znesek 4 milijone evrov) in Nove ljubljanske banke - NLB (nominalni znesek 2,5 milijona evrov), ki zapadejo v letu 2025 in imajo opcijo odpoklica v letu 2024.

### 3.2 Naložbe v manj likvidne vrednostne papirje

Na dan 31. decembra 2022 se je v portfelju Sklada NEK nahajalo za približno 4,36 milijona evrov naložb v manj likvidne vrednostne papirje, ki pomenijo odstopanje od pravil, definiranih v Naložbeni politiki Sklada NEK za leti 2023 in 2024. Gre za terjatev iz naslova obveznice z oznako DZS2, izdajatelja DZS, založništvo in trgovina d.d., ki zapade v dospetje 31. marca 2023, in delnice elektro podjetij: Elektro Ljubljana, Elektro Celje, Elektro Primorska in Elektro Maribor. Delnice elektro podjetij kotirajo na sistemu trgovanja v upravljanju Ljubljanske borze, SI ENTER, namenjeni trgovanju manj likvidnih vrednostnih papirjev. Obveznice DZS2 so vrednotene po interni kalkulaciji, delnice elektro podjetij pa po knjigovodski vrednosti iz leta 2011. Naložba v obveznico DZS2 je uvrščena v razred podjetniških obveznic, delnice elektro podjetij pa v razred delnic. Sklad NEK spremlja javne objave družbe DZS, d.d. in objave v javnih medijih v zvezi s postopkom prisilne poravnave in se bo vključeval v postopke za poplačilo terjatve iz naslova naložbe v obveznico DZS2. Sklad NEK prav tako spremlja poslovanje elektrodistribucijskih podjetij na podlagi objav poročil o poslovanju družb in gibanje tečajev delnic družb. Sklad NEK bo proučil možnosti prodaje predmetnih delnic, upošteva pogodbene zaveze in pridobil informacije o pogojih transakcije pri potencialnih kupcih.

### 3.3 Splošne omejitve pri vlaganju po naložbenih razredih

Sklad NEK vlaga sredstva v dovoljene naložbe skladno z ZSFR-1 in Aktom o ustanovitvi Sklada NEK. Z namenom izpolnjevanja načel upravljanja Sklad NEK definira dodatne pogoje, pod katerimi lahko vlaga sredstva v finančne naložbe:

- Velikost izdaje posamezne izdaje obveznice ne sme biti nižja od 200 milijonov evrov.
- Sklad NEK bo investiral le v tiste vzajemne in ETF sklade, ki so pod stalnim nadzorom OECD nadzornih organov.
- Sklad NEK sme vlagati v enote investicijskih skladov, katerih čista vrednost sredstev (ČVS) znaša minimalno 10 milijonov evrov. V primeru krovnih skladov je omejitev vezana na ČVS posameznega podsklada, ki je predmet investiranja.
- Sklad NEK sme vlagati v enote ETF skladov, katerih velikost znaša minimalno 200 milijonov evrov.
- Naložba v posamezne investicijske in ETF sklade ne sme presežati 10 % ČVS ciljnega sklada.
- Naložbe v lastniške naložbe, ki ne kotirajo na borzi vrednostnih papirjev, niso dovoljene, Sklad NEK sme vlagati v delnice podjetij, ki kotirajo na eni izmed mednarodnih borz in katerih tržna kapitalizacija znaša vsaj 1 milijardo evrov.
- Najmanj 80 % portfelja bo naloženega v evrski valuti.

**Tabela 6:** Omejitev vrednosti posameznih vrst naložb v letih 2023 in 2024 (v %)

Vrsta naložbe	Največji dovoljeni delež pri posameznem izdajatelju od skupnih sredstev Sklada NEK	Največji dovoljeni delež pri posameznem vrednostnem papirju od skupnih sredstev Sklada NEK
<b>DOLŽNIŠKI VRED. PAPIRJI</b>		
Državne obveznice	30,0	5,0
Podjetniške obveznice	5,0	2,0
Obvezniški skladi	10,0	2,0
Instrumenti denarnega trga	10,0	3,0
Zakladne menice	30,0	5,0
Komercialni zapisi	5,0	2,0
<b>LASTNIŠKI VRED. PAPIRJI</b>		
Delniški skladi	10,0	5,0
Alternativne naložbe	2,0	1,0
Delnice	2,0	1,0

### 3.4 Spremljanje naložb

Ob spremljanju siceršnjih makroekonomskih dejavnikov in dogajanj na trgih Sklad NEK definira dodatne kriterije za spremljanje naložb po posameznih naložbenih razredih. Če Sklad NEK oceni, da predstavljeni kriteriji glede na okoliščine ne omogočajo učinkovitega upravljanja portfelja in spremljanja naložb, se lahko poslužijo tudi drugih, ki se v danih razmerah zdijo smiselni. Spremljava naložb se izvaja v skladu s procesnimi navodili.

### 3.5 Potek naložbenega procesa

Vsak naložbeni predlog mora biti skladen s sprejeto naložbeno politiko Sklada NEK in veljavnimi pravilniki, ki so relevantni za posamezen naložbeni razred. Predlog se posreduje direktorju/direktorici Sklada NEK, ki ga sprejme ali zavrne. Predlog, do katerega se direktor/direktorica opredeli pozitivno, se pošlje članom Nadzornega sveta Sklada NEK v sprejem. Do posameznih predlogov se člani Nadzornega sveta Sklada NEK opredelijo z glasovanjem na redni ali korespondenčni seji. Za naložbene predloge do višine 200.000 evrov soglasje Nadzornega sveta Sklada NEK ni potrebno. Potek naložbenega procesa se lahko skladno z drugimi akti Sklada NEK tudi spremeni.

### 3.6 Potrebne prilagoditve portfelja za leti 2023 in 2024

Drugi odstavek 21. člena ZSFR-1 določa, da Sklad NEK prilagodi strukturo obstoječih naložb vrstam naložb v skladu z novim zakonom v dveh letih po uveljavitvi zakona, tj. do 26. oktobra 2024.

## 4. SPREMLJANJE REZULTATOV UPRAVLJANJA

Donos naložb se meri z notranjo stopnjo donosa denarnih tokov (IRR). Donos se izračuna z upoštevanjem tržne vrednosti portfelja naložb na zadnji dan preteklega in tekočega leta ter z upoštevanjem vseh prilivov in odlivov iz portfelja v obdobju vsakega leta (oziroma glede na izbrano obdobje). Donos se izračunava za celoten portfelj in tudi po naložbenih razredih in segmentih naložb. Izračun se izvaja s programsko opremo Ad Treasury.

### 4.1 Ciljni donos Sklada NEK

Ciljni donos za Sklad NEK je določen v Tretji reviziji Programa razgradnje NEK in Programa odlaganja radioaktivnih odpadkov in izrabljenega goriva iz NEK iz leta 2020, in sicer kot diskontna stopnja neto sedanje vrednosti celotnega projekta. V Tabeli 8.8 iz Tretje revizije Programa razgradnje NEK (stran 261) je razvidno, da je pri trenutno veljavni mesečni anuiteti v višini 12 EUR/MWh za dosego cilja izgradnje odlagališča in razgradnje, kot izhaja iz Tretje revizije Programa razgradnje NEK, potreben povprečni letni donos v višini 1,98 %. Z namenom izpolnjevanja svojega poslanstva je strateški cilj Sklada NEK doseči povprečni letni donos v predpisani ciljni višini 1,98 % v dolgoročni perspektivi, kot izhaja iz Tretje revizije Programa razgradnje NEK. Zavezanost izpolnitvi tega cilja v dolgoročni perspektivi izhaja iz odgovornosti do temeljnega poslanstva Sklada NEK, pri čemer se ohranja zaveza do varnosti portfelja kot primarnega načela Sklada NEK, definiranega tudi v 16. členu ZSFR-1. Doseganje ciljnega donosa je tudi taktični cilj posameznega leta.

### 4.2 Pričakovana notranja stopnja donosa

Deveta alineja 4. odstavka 13. člena ZSFR-1 določa, da Sklad NEK opredeli pričakovano notranjo stopnjo donosa na podlagi obrestne mere na državne obveznice v evrskem območju z ročnostjo nad pet let in ob upoštevanju razmer na finančnih trgih, pri tem pa upošteva delež lastniških vrednostnih papirjev v celotnem portfelju. Na tej podlagi Sklad NEK oblikuje referenčni primerjalni indeks (benchmark), ki zajema zahteve iz omenjene alineje. Za posamezne naložbene razrede bo Sklad NEK v benchmarku uporabljal sledeče primerjalne indekse:

**Tabela 7:** Referenčni primerjalni indeksi (benchmark)

Vrsta naložbe	Indeks	Bloomberg ID	Delež (v %)
Državni vrednostni papirji z ročnostjo med 5 in 7 let	IBOXX Euro Overall 5-7 TR Index	QW7M Index	35
Državni vrednostni papirji z ročnostjo med 7 in 10 let	IBOXX Euro Overall 7-10 TR Index	QW7Q Index	35
Državni vrednostni papirji z ročnostjo nad 10 let	IBOXX Euro Overall 10+ TR Index	QW7U Index	18
Lastniški vrednostni papirji	MSCI World EUR	MSERWI Index	12
		<b>Skupaj</b>	<b>100</b>

V vsakem primeru je Sklad NEK dolžan portfelj upravljati s skrbnostjo dobrega gospodarja, z namenom doseganja zastavljenih ciljev in skladno s pravili in omejitvami ter pričakovanimi dogajanjem na trgu. Med letom lahko prihaja do odstopanj med strukturo portfelja in benchmarkom. Odstopanja so lahko tudi posledica internih aktov Sklada NEK in zakonodaje, ki lahko v večji meri omejujejo izpostavljenost do posameznega izdajatelja ali vrednostnega papirja.



### 4.3 Merila uspešnosti

Sklad NEK svoje premoženje upravlja kot dober gospodar tako, da zagotavlja varnost, donosnost, raznovrstnost, razpršenost in likvidnost svojih naložb, pri čemur mora dajati prednost varnosti naložb. Za presojo uspešnosti uresničevanja naložbenih ciljev se bo doseženi donos primerjal s ciljnim donosom, z donosom glede na benchmark.

#### a) Ciljni donos

Sklad NEK bo primerjal vsakoletni doseženi donos z višino ciljnega donosa in bo poročal tudi višino povprečnega letnega donosa portfelja v obdobju od leta 2004 naprej, kot tudi v krajših obdobjih: 10, 5 in 3 leta.

V obdobju od uveljavitve Programa razgradnje NEK v letu 2003, tj. v obdobju 2004-21, je povprečni letni donos portfelja Sklada NEK znašal 3,06 %. V enakem obdobju je povprečna letna donosnost 10-letne referenčne državne obveznice v državah z evrom znašala 1,83 %, kar je za 1,23 odstotne točke nižje od povprečnega donosa portfelja Sklada NEK.

#### b) Benchmark

Sklad NEK bo redno primerjal doseženi donos portfelja z donosom benchmarka, definiranim v poglavju 4.2.

#### c) Donos primerljivih skladov

Pri spremljanju uspešnosti poslovanja bo Sklad NEK donos svojega portfelja primerjal tudi z donosom obvezniških vzajemnih skladov in skladov pokojninskih družb z zajamčenim donosom. Zaradi različne narave in strukture omenjenih skladov glede na Sklad NEK neposredna primerjava ni mogoča, tako da gre v tem primeru za indikativno metriko. Obvezniški vzajemni skladi, podobno kot Sklad NEK, vrednotijo vse svoje naložbe po pošteni vrednosti, katerih vrednost se promptno spreminja s spremembami obrestnih mer, in sicer pada, ko obrestne mere rastejo in raste ob zniževanju obrestnih mer. Pokojninski skladi si pridržujejo pravico, da del naložb vrednoti po nakupni vrednosti, kar zmanjšuje primerljivost s Skladom NEK.

#### d) Minimalna zajamčena donosnost

Primerjava donosa portfelja Sklada NEK z minimalno zajamčeno donosnostjo postavi donos Sklada NEK v zakonske okvirje zahtevanega donosa pokojninskih skladov v Republiki Sloveniji, katerim je predpisano doseganje minimalne zajamčene donosnosti. Izračuna se na podlagi povprečne donosnosti do dospetja državnih vrednostnih papirjev za predhodnih 24 mesecev (2 leti). Izračun vsako leto pripravi Ministrstvo za finance RS. Minimalna zajamčena donosnost za leto 2023 znaša 0,4 % na letni ravni in 0,0333 % na mesečni ravni. Primerljivost je zgolj indikativna, saj je minimalna zajamčena donosnost postavljena kot donosnost obveznic v obdobju in ne kot doseženi donos teh obveznic v istem obdobju, zaradi česar ni podvržena obrestnemu tveganju, ki so mu podvrženi obvezniški portfelji, ki se vrednotijo po tržni vrednosti. Večjo primerjalno moč ima primerljivost v srednjeročnem obdobju.

#### e) Spremljanje kazalcev izpolnjevanja Programa razgradnje NEK in Programa odlaganja RAO in IG iz NEK

Pri spremljanju kazalcev izpolnjevanja Programa razgradnje NEK in Programa odlaganja RAO in IG iz NEK gre za sledenje temeljnega poslanstva Sklada NEK, katerega končni cilj je uspešno financirati razgradnjo NEK in trajno odložitev RAO in IG iz NEK v odlagališče. Merljivi kazalci rezultatov, definirani v Poslovni politiki Sklada NEK nam pomagajo pri sledenju izpolnjevanja Programa razgradnje NEK in Programa odlaganja RAO in IG iz NEK in iz tega izhajajočih ciljev Sklada NEK in nam pokažejo, kje se nahaja Sklad NEK glede na ciljno stanje.

Gre za spremljanje sledečih kazalcev:

- Kazalec izpolnjevanja financiranja odlaganja RAO: celotna vrednost sredstev Sklada NEK na presečni dan / predvidena potrebna skupna višina sredstev na presečni dan;
- Kazalec srednjeročne likvidnosti: celotna vrednost sredstev Sklada NEK na začetku obdobja in prilivi v obdobju prihodnjih pet let / odlivi v obdobju prihodnjih pet let;
- Kazalec kumulativnega pokrivanja prilivov in odlivov: celotna vrednost sredstev Sklada NEK na začetku obdobja in prilivi v obdobju / odlivi v obdobju;
- Kazalec izpolnjevanja financiranja odlaganja RAO: celotna vrednost sredstev Sklada NEK na presečni dan / predvidena potrebna sredstva za vsako leto obravnavanega obdobja za zagotavljanje financiranja odlaganja RAO;
- Kazalec izpolnjevanja financiranja razgradnje NEK: celotna vrednost sredstev Sklada NEK na presečni dan / predvidena potrebna sredstva za vsako leto obravnavanega obdobja za zagotavljanje financiranja razgradnje NEK;
- Kazalec pokrivanja stroškov poslovanja Sklada NEK: celotna vrednost sredstev Sklada NEK na presečni dan / predvidena sredstva za pokrivanje stroškov poslovanja Sklada NEK;
- Kazalec pokrivanja nadomestila zaradi omejene rabe prostora in zaradi načrtovanja intervencijskih ukrepov na območju jedrskega objekta: celotna vrednost sredstev Sklada NEK na presečni dan / predvidena sredstva za plačilo nadomestila za omejeno rabo prostora na območju jedrskega objekta
- Kazalec odstopanja od indeksa primerljivosti: donosnost naložb (obrestna mera) v portfelju Sklada NEK / donosnost indeksa primerljivosti, sestavljenega glede na obrestno mero na državne obveznice na območju evra z ročnostjo nad pet let ter reprezentativnih borzних indeksov za posamezen naložbeni trg;
- Kazalec doseganja ciljne donosnosti: donosnost naložb (obrestna mera) v portfelju Sklada NEK / ciljna donosnost Sklada NEK.

#### 4.4 Predvideni donos v 2023 in 2024

Primarni cilj Sklada NEK je ohranjanje vrednosti sredstev portfelja (načelo varnosti finančnih naložb), temu cilju pa je podrejen cilj doseganja donosa. Z aktivnim upravljanjem portfelja si prizadeva izpolnjevati oba zahtevana cilja. Varnost portfelja ocenjuje preko ocene Value-at-Risk (VaR), donos pa preko pričakovane stopnje donosa po posameznih naložbenih razredih. V letu 2023 je pričakovati podobno volatilnost kot v letu 2022, negotovosti pa bodo izhajale predvsem iz gibanja inflacije, podrejeno temu pa od gibanja v gospodarstvu in razvoja vojne v Ukrajini. Glede na strukturo portfelja in predvidena dogajanja in razmere na finančnih trgih je v letu 2023 pričakovati gibanje donosa portfelja Sklada NEK okrog vrednosti 4 %, v letu 2024 pa okrog 4,6 %. Razpon donosa po naložbenih razredih se je določil na podlagi letne ocene VaR in strukture portfelja Sklada NEK na dan 31. decembra.2022. Razponi donosa po naložbenih razredih predstavljajo zgornje in spodnje meje odstopanja od ocene letnega donosa. Določimo jih s pomočjo letne ocene 95 % VaR za posamezni naložbeni razred. Na podlagi rezultatov lahko z 99-odstotno verjetnostjo trdimo, da se bo pri trenutni strukturi portfelja in predvideni volatilnosti donos po posameznem naložbenem razredu in portfelja nahajal znotraj tabeliranih razponov.

**Tabela 8:** Merljivi cilji za leto 2023 in 2024 (v %)

Struktura portfelja				Donos (ocena)				Tveganje (VaR) v %			
	31.12. 2022	Meje NP 2023	2023 (ocena)	2023		2024		2023		2024	
				ocena	razpon	ocena	razpon	dnevni	letni	dnevni	letni
Državne obveznice	32,27	30 – 70	40	4	od 0,8 do +7,2	4	od 2,4 do 5,6	0,2	3,2	0,1	1,6
Podjetniške obveznice	33,65	10 – 40	35	5	od -1,3 do +11,3	5	od 0,2 do 9,7	0,4	6,3	0,3	4,7
Denarni trg	19,73	0 – 40	10	2		2		0		0	
Lastniški VP	14,36	0 – 25	15	3	od -11,2 do +17,2	7	od -7,2 do 21,2	0,9	14,2	0,9	14,2
<b>Skupaj</b>	<b>100</b>		<b>100</b>	<b>4</b>	<b>od -2,3 do +10,3</b>	<b>4,6</b>	<b>od -0,1 do +9,3</b>	<b>0,4</b>	<b>6,3</b>	<b>0,3</b>	<b>4,7</b>

V letu 2023 je najvišji donos pričakovati v segmentu podjetniških obveznic, in sicer v višini 5 %. Pri določitvi predvidenega donosa izhaja Sklad NEK iz donosnosti naložb v podjetniške obveznice v portfelju na dan 31. decembra 2022, ki je znašal 4,7 %, predpostavi pa umirjeno stanje na trgu obrestnih mer in posledično ohranitev zahtevanih donosnosti na izhodiščnih ravneh z začetka leta 2023. Enako predpostavko uporabi tudi v segmentu državnih obveznic, kjer je izhodiščna stopnja donosnosti naložb v portfelju na dan 31. decembra 2022 znašala 3,8 %. V primeru, da se inflacija ne bi gibala v smeri ciljne inflacije, je pričakovati nadaljnje dvige obrestnih mer in zahtevanih donosnosti, kar bi privedlo do znižanja cen obveznic. V primeru občutnejše recesije pa bi utegnilo priti tudi do znižanja obrestnih mer in posledično rasti cen obveznic. V segmentu instrumentov denarnega trga je pričakovati donos v višini 2 %, kar bo Sklad NEK dosegal s kombinacijo naložb v depozite, zakladne menice in komercialne zapise. Pričakovati je, da bo tveganost portfelja v 2023 in še posebej v 2024 nižja kot v letu 2022, predvsem zaradi manjšega pričakovanega gibanja obrestnih mer, ki so bile glavno gonilo volatiliteti na trgih v 2022. To še toliko bolj velja za obvezniške naložbe, katerih tveganost je neposredno odvisna od gibanja obrestnih mer. Nizko raven kreditnega tveganja portfelja ohranjamo predvsem z izborom kakovostnih naložb. Ker je v letu 2023 na trgih kapitala pričakovati normalizacijo stanja in odpravo (večjega) dela negotovosti, lahko v 2024 pričakujemo nekoliko višjo rast delniških naložb.

Sklad NEK pri oceni VaR izhaja iz vrednosti VaR na dan 31. decembra 2022, ko je znašal 0,4 % in ocenjuje, da se bo vrednost VaR v letu 2023 ohranila na enaki ravni. Ocenjuje, da se bo enodnevni 95 % VaR portfelja nahajal v vrednostih 0,4 % vrednosti portfelja v letu 2023 in 0,3 % vrednosti portfelja v 2024. Pripadajoči oceni vrednosti VaR na letni ravni sta 6,3 % za leto 2023 in 4,7 % za leto 2024, pri čemer se ocena letnega VaR izračuna na podlagi kalkulacije enodnevnega VaR portfelja Sklada NEK z dne 31. decembra 2022. Ob vsakokratni novelaciji dokumenta se ocena VaR izračuna na podlagi strukture portfelja na določeni presečni dan. Z aktivnim upravljanjem skozi leto si bo Sklad NEK prizadeval izkoristiti posamezna okna priložnosti z namenom doseganja kar se da visokega donosa in s tem izpolnjevanja dolgoročnih ciljev Sklada NEK.

---

#### 4.5 Odstopanja od kriterijev uspešnosti

Primarni naložbeni cilj Sklada NEK v posameznem letu in v dolgoročni perspektivi je doseganje ciljnega donosa. Ciljni donos je statične narave in ni navezan na delovanje kapitalskih trgov, medtem ko je donos portfelja v celoti determiniran z razmerami na kapitalskih trgih, zaradi česar njegovo (ne)doseganje ne govori o uspešnosti upravljanja portfelja v posameznem letu, ampak o uspešnosti uresničevanja kalkulacije izgradnje odlagališča in razgradnje oziroma o skladnosti okolščin na kapitalskih trgih v nekem letu s predvidevanji iz kalkulacije. Do odstopanj v doseženih donosih glede na benchmark lahko prihaja tudi zaradi pravil upravljanja in internih omejitev, ki Skladu NEK onemogočajo popolno replikacijo portfelja strukturi benchmarka. Na podlagi ocene finančnega stanja kapitalskih trgov v letih 2023 in 2024 Sklad NEK opredeljuje možna odstopanja od posameznih ciljev in primerjalnih indeksov.

## 5. UPRAVLJANJE IN MERJENJE TVEGANJ

Proces upravljanja s tveganji je sestavni del vsakega poslovnega procesa in pripomore k večji stabilnosti poslovanja in večji uspešnosti doseganja zastavljenih ciljev. Proces obsega ugotavljanje, merjenje oziroma ocenjevanje, obvladovanje in spremljanje tveganj, vključno s poročanjem o tveganjih, ki jim je ali bi jim lahko bil Sklad NEK izpostavljen pri svojem poslovanju. V skladu s 32. členom Akta o ustanovitvi Sklada NEK, mora Sklad NEK v okviru danih pogojev in omejitev investiranja zbranih sredstev prilagajati profil tveganja portfelja tako, da ta ne bo bistveno odstopal od profila tveganja primerjalnega indeksa. Zaradi povečane volatilnosti, ki jo na kapitalskih trgih pričakujemo v prihajajočem obdobju, bo v letu 2023 poudarek na merjenju in upravljanju tveganj, kar bo zagotovljeno z ustrezno nadgradnjo informacijske podpore. Portfelj Sklada NEK je podvržen naslednjim tveganjem: tržnim, kreditnim, likvidnostnim, obrestnim, valutnim, operativnim in drugim vrstam tveganja. Pri obvladovanju naložbenih tveganj bo Sklad NEK spoštoval načelo razpršenosti naložb.

### Tržno tveganje

Tržno tveganje je tveganje finančne izgube zaradi sprememb v vrednosti finančnih instrumentov v lasti stranke, saj se vrednost finančnih instrumentov časovno spreminja in je odraz vsakokratne ponudbe in povpraševanja po posameznem finančnem instrumentu. Razlogi za nastanek tržnega tveganja izhajajo bodisi iz splošne spremembe tržnih pogojev, ekonomskih in političnih sprememb ali dejavnikov, ki so povezani s posameznim finančnim instrumentom. Tržno tveganje se izvaja, obvladuje in spremlja z izračunom tvegane vrednosti (VaR). Kazalec VaR predstavlja maksimalno pričakovano izgubo tržne vrednosti portfelja Sklada NEK pri dani verjetnosti v danem obdobju. Sklad NEK meri enodnevni 95-% VaR, ki pokaže dnevno izgubo, za katero lahko s 95 odstotno gotovostjo rečemo, da ne bo višja od tabelirane vrednosti.

### Likvidnostno tveganje

Likvidnostno tveganje je tveganje, da Sklad NEK zaradi pomanjkanja povpraševanja po posamezni naložbi z njo bodisi ne more trgovati oz. lahko trguje le po občutno slabših pogojih (zlasti cenovnih) od tistih, po katerih so bile te naložbe ovrednotene. Sklad NEK ohranja visoko likvidnost svojih naložb, pri čemer se likvidnost naložb ocenjuje z razmikom med nakupno in prodajno ceno ter trgovalnimi količinami, z velikostjo izdaje naložb, ki jih poseduje Sklad NEK, in z dovoljenim deležem izpostavljenosti.

V smislu izvajanja nalog Sklada NEK je likvidnostno tveganje tudi tveganje neusklajenosti med sredstvi Sklada in obveznostmi, kar lahko povzroči likvidnostne probleme oz. pomanjkanje denarnih sredstev za poravnavanje zapadlih obveznosti na določen dan. Likvidnost Sklada NEK se zagotavlja z usklajevanjem dinamike prilivov in odlivov sredstev iz portfelja Sklada NEK. Pri uravnavanju likvidnostnega tveganja je potrebno pravočasno poznavanje odlivov iz Sklada NEK, tj. časovna opredelitev glede aktivnosti na področju ravnanja z RAO in IG ter razgradnjo NEK.

### Obrestno tveganje

Obrestno tveganje je tveganje spremembe portfelja zaradi sprememb v obrestnih merah. Obrestnemu tveganju so podvržene naložbe v obveznice, saj je Sklad NEK zavezan vrednost dolžniških vrednostnih papirjev vrednotiti po tržnih cenah, ki pa se spreminjajo glede na gibanje obrestnih mer. V primeru dviga obrestnih mer se vrednost dolžniških naložb zniža, v primeru padca obrestnih mer pa ta vrednost naraste. Obrestno tveganje se obvladuje predvsem preko uravnavanja strukture ročnosti naložb (trajanje portfelja). Daljše kot je trajanje naložbe, večji je učinek spremembe obrestnih mer na vrednost naložbe in obratno. Sklad NEK meri in upravlja obrestno tveganje preko spremljanja modificiranega trajanja naložb in ga primerja z modificiranim trajanjem benchmarka.

## Valutno tveganje

Valutno tveganje pomeni tveganje spremembe vrednosti naložb in portfelja zaradi spremembe deviznega tečaja. Z namenom omejevanja valutnega tveganja je določen najvišji dopustni delež sredstev v tujih valutah, ki znaša 20 % vrednosti sredstev Sklada NEK.

## Kreditno tveganje

Kreditno tveganje je tveganje, da izdajatelj obveznice ob dospelju ne bo poravnal dogovorjene obveznosti (kupona ali glavnice) in bo bankrotiral, kot tudi tveganje nevrčila depozita s strani banke. Cilj upravljanja s portfeljem Sklada NEK je, da se izognemo nastanku kreditnega dogodka. Za doseg tega so sredstva Sklada NEK naložena v naložbe izdajateljev z ustrežno visoko bonitetno oceno, za katere velja, da je verjetnost nastanka kreditnega dogodka ustrežno nizka. Sklad NEK je zavezan kupovati obveznice, ki na dan nakupa dosegajo investicijsko raven. Sklad NEK se poslužuje bonitetnih ocen mednarodno priznanih bonitetnih hiš: Standard & Poor's, Moody's in Fitch. Skladno z mednarodno prakso se šteje, da je posamezna naložba dosegla investicijsko raven takrat, ko jo v naložbeni razred uvrsti vsaj ena od treh bonitetnih agencij. Sklad NEK upravlja kreditno tveganje tako, da spremlja in poroča bonitetne ocene posameznih naložb in portfelja, pri čemer skrbi, da se naložbe nahajajo znotraj investicijskega razreda.

## Operativno tveganje

Operativno tveganje je tveganje nastanka izgube zaradi naslednjih okoliščin:

- neustreznosti ali nepravilnega izvajanja notranjih procesov,
- drugih nepravilnih ravnanj ljudi, ki sodijo v notranjo poslovno sfero pravne osebe,
- neustreznosti ali nepravilnega delovanja sistemov, ki sodijo v notranjo poslovno sfero pravne osebe,
- neustreznosti ali nepravilnega delovanja sistemov, ki sodijo v zunanjo poslovno sfero pravne osebe,
- 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. Sklad NEK zagotavlja varstvo pred operativnimi tveganji z uvedbo poslovnih procesov ter z rednim in vestnim izvajanjem del. Sklad NEK je zavezan k zunanjemu in notranjemu revidiranju poslovanja. Sklad NEK na obseg dela in višino sredstev s katerim upravljanja, izkazuje visoko izpostavljenost na operativnemu tveganju.

## Tveganje nedoseganja donosa

Tveganje nedoseganja zadostnega donosa (oz. donosnosti, povezane z zahtevano višino po Programu razgradnje NEK in Programu odlaganja RAO in IG iz NEK) je tveganje, da bo vrednost sredstev Sklada NEK nižja od vrednosti, potrebne za izpolnitev poslanstva. To tveganje izhaja iz dogajanja na kapitalskih trgih v povezavi s samim naložbenim procesom in normativnim okvirjem Sklada NEK. Na drugi strani pa to tveganje izhaja iz morebitnih sprememb ciljnega oziroma potrebnega donosa za izvedbo projekta investicije. Sklad NEK bo redno spremljal dogajanja na kapitalskih trgih in tudi dogajanja v zvezi s spremembo ciljnega donosa in temu prilagajal svoje aktivnosti.

## Tveganje nedoseganja ciljev zaradi spremembe vrednosti projektov

Projekt izgradnje odlagališča za RAO in IG iz NEK in razgradnje NEK je predmet rednih revizij, ki spreminjajo vrednost celotnega projekta, parametre projekta in tudi časovnico predvidenih odhodkov. Na drugi strani je tudi višina datavte predmet vsakokratnih revizij in se lahko v času trajanja projekta spremeni. Od tod izhaja tveganje, da se bo bodisi vrednost projekta ali drugi parametri, vezani na izvedbo projekta, spremenili do te mere, da bodo vplivali na izvajanje poslanstva Sklada NEK. Sklad NEK bo redno spremljal dogajanja v zvezi s spremembo parametrov celotnega projekta in temu prilagajal svoje aktivnosti.

## 6. ZAKLJUČEK

Z uveljavitvijo novega ZSFR-1 se je Sklad NEK preoblikoval v Javni Sklad Republike Slovenije za financiranje razgradnje Nuklearne elektrarne Krško in odlaganja radioaktivnih odpadkov in izrabljenega goriva iz Nuklearne elektrarne Krško in nadaljuje poslovanje kot javni sklad. V zadnjem letu oziroma obdobju je bilo zaznati številne pozitivne spremembe, in sicer na področju višine vplačil prispevka v Sklad NEK, spremembe glede aktivnosti na projektu izgradnje odlagališča NSRAO, spremembe glede zakonodaje, ki določa višino izplačil obveznosti Sklada NEK. Terminsko določena izplačila vplivajo na način upravljanja portfelja Sklada NEK v smislu lažjega likvidnostnega predvidevanja. V roku šestih mesecev od uveljavitve ZSFR-1 je Sklad NEK zavezan ustrezno dopolniti, novelirati obstoječe in pripraviti nove akte.

Glede na navedeno se je pojavila težnja po učinkovitejšem upravljanju s tveganji, po nadgradnji naložbene strategije v luči tržnih razmer in preteklih gibanj donosnosti, z namenom zagotavljanja varnega in donosnega poslovanja Sklada NEK v prihodnje. Večja predvidljivost odlivov iz Sklada NEK bo omogočala boljše srednjeročno načrtovanje in gospodarno ravnanje s sredstvi Sklada NEK. Vplivala bo na višino vplačil prispevka v Sklad NEK, na zbrana sredstva Sklada NEK, ki so potrebna na osnovi potrjenih Programov razgradnje NEK.

Glede na odobreni kadrovski načrt bo Sklad NEK v letu 2023 okrepil področja kjer je zaznati največji kadrovski primanjkljaj, in sicer bo izvedel zaposlitev na dveh dodatnih delovnih mestih.

V luči implementacije nove zakonodaje, ki ureja delovanje Sklada NEK ter vse večjih pretresov, ki smo jim priča v zadnjih obdobjih, kot na primer konkurenca na finančnem področju in v zadnjih letih izjemno zahtevne razmere (covid, vojna v Ukrajini, idr.), je nedvomno potrebno kadrovsko okrepiti področje delovanja Sklada NEK. Prenovo in vzpostavitev sistema upravljanja s sredstvi ter upravljanja s tveganji Sklad NEK načrtuje postopoma, v več korakih, in sicer z:

- analizo tolerance Sklada NEK za sprejemanje tveganj (risk appetite), sposobnost za prevzemanje tveganj (risk capacity) in likvidnostne potrebe (finančni načrt),
- analizo naložbenih razredov z vidika pričakovanih donosov po naložbenih razredih, volatilitnosti in stroškovni učinkovitosti naložb v posamezni razred,
- analizo posameznih načinov za izvedbo izbrane strukture portfelja po naložbenih razredih z vidika alokacije med lastnim upravljanjem portfelja obveznic in delnic, podelitvijo mandatov za upravljanje delov portfelja profesionalnim upravljavcem in morebitnih drugih načinov za investiranje sredstev (vzajemni skladi, skladi tveganega kapitala, naložbe v obliki javno-zasebnih partnerstev ali kaj tretjega).

Naložbena politika Sklada NEK za leti 2023 in 2024, ki je priloga Poslovnega in finančnega načrta Sklada NEK za leti 2023 in 2024 je pripravljena v skladu z veljavno zakonodajo, podzakonskimi in drugimi akti, ki urejajo delovanje Sklada NEK. Vse do sprejema novih Pravil upravljanja, novih navodil upravljanja in zgoraj omenjenih analiz, bo Sklad NEK sredstva upravljal v skladu z veljavnimi pravilniki Sklada NEK. V zakonsko določenem roku bo pripravil nova Pravila upravljanja k Naložbeni politiki 2023 in 2024. Sklad NEK bo nadaljeval z izvajanjem naložbene politike s poudarkom na oblikovanju varnega portfelja, pri tem pa prilagajal portfelj novim zahtevam. Pri izvajanju Naložbene politike bo Sklad NEK sledil zastavljenim naložbenim načelom: načelu varnosti, razpršenosti, likvidnosti in donosnosti. Načrtovano Naložbeno politiko bo Sklad NEK izvajal z aktivnim upravljanjem premoženja Sklada NEK, z aktivnim spremljanjem vseh tveganj v povezavi s portfeljem Sklada NEK in z upoštevanjem vseh štirih načel upravljanja (varnost, razpršenost, likvidnost in donosnost finančnih naložb Sklada NEK).

Sklad NEK bo po zaključenih analizah pripravil prenovljeno Naložbeno politiko Sklada NEK za leti 2023 in 2024 do 30. septembra 2023