



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 2020

(Predlog 1)

Predlog 1: Obravnaval Upravni odbor Sklada na 4. redni seji 23. decembra 2019 in sprejel na 9. korespondenčni seji 6. januarja 2020

Naložbena politika Sklada za leto 2020

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
KLJUČNI POUDARKI	3
1 UVOD	4
1.1 Zakonske in strokovne podlage pri nalaganju sredstev	4
1.2 Makroekonomska slika v letu 2020.....	4
1.3 Usmeritve Sklada za leto 2020.....	7
2 NALOŽBENA POLITIKA	9
2.1 Naložbeni cilji.....	9
2.2 Ciljna struktura portfelja za leto 2020.....	10
2.3 Naložbe v netržne vrednostne papirje	12
2.4 Izpostavljenost in omejitve naložb po naložbenih razredih	12
2.5 Naložbeni proces	13
2.6 Merjenje donosa naložb.....	15
2.7 Kriteriji primerljivosti.....	15
2.8 Kriterij donosa Sklada.....	18
2.9 Odstopanja od kriterijev	19
3 UPRAVLJANJE IN MERJENJE TVEGANJ	19
4 ZAKLJUČEK.....	21

KLJUČNI POUČENI

Ključni poudarki Naložbene politike Sklada za financiranje razgradnje NEK in za odlaganje radioaktivnih odpadkov iz NEK za leto 2020:

- Predvideno je ohranjanje nizke tveganosti portfelja.
- Fundamentalna strateška usmeritev Sklada ostaja nespremenjena; konservativna naložbena politika, kjer prevladujejo dolžniški vrednostni papirji izdajateljev z visoko boniteto.
- Predvideno je doseganje donosa v mejah primerjalnih kriterijev.
- Minimalen delež dolžniških vrednostnih papirjev v portfelju znaša 75 %, od tega minimalno 35 % v državnih obveznicah in obveznicah podjetij v državni lasti ter nadnacionalnih inštitucij.
- Najvišji dovoljeni delež lastniških vrednostnih papirjev v portfelju ostaja 25 % portfelja, pri čemer bo glavina tega naložena v ETF-je in vzajemne sklade.
- Taktičen izbor podjetniških obveznic, tj. tistih z ustrezno visokimi razmiki in ugodnim razmerjem med donosnostjo, boniteto in ročnostjo.
- Pri nakupih obveznic bodo imele prednost tiste s trajanjem okrog 5 let; z namenom doseganja donosa in minimiziranja obrestnega tveganja v času nizkih (negativnih) obrestnih mer.
- Kriteriji primerjave donosa:
 - primerjalni indeks (benchmark),
 - povprečna letna donosnost 10-letnih državnih obveznic v državah z evrsko valuto (GECU10YR Index),
 - minimalna zajamčena donosnost za leto 2020, določeno s strani Ministrstva za finance RS,
 - donosnost obvezniških vzajemnih skladov in pokojninskih skladov s podobno konservativno naložbeno politiko.

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 2019 (v nadaljevanju: Naložbena politika) 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 in 74/15),
- Zakon o varstvu pred ionizirajočimi sevanji in jedrski varnosti (Uradni list RS št. 76/17),
- 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-ZIPRS1415-A, 95/14-ZIPRS1415-C, 14/15-ZIPRS1415-D, 55/15-ZFisP, 96/15-ZIPRS1617, 80/16-ZIPRS1718, 33/17-ZIPRS1718-A, 71/17-ZIPRS1819, 13/18),
- 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 izkoriščanjem in razgradnjo (Ur. list RS – Mednarodne pogodbe, št. 5/2003)),
- Pravilnik o razčlenjevanju in merjenju prihodkov in odhodkov pravnih oseb javnega prava (Uradni list RS, št. 134/03, 34/04, 13/05, 114/06 – ZUE, 138/06, 120/07, 112/09, 58/10, 97/12, 100/15, 75/17 in 82/18),
- Statut Sklada,
- Revizijsko poročilo Računskega sodišča Republike Slovenije »Zagotavljanje sredstev za razgradnjo Nuklearne elektrarne Krško in za odlaganje radioaktivnih odpadkov iz Nuklearne elektrarne Krško« (št. 1202-4/2009/99, 23. avgust 2011),
- Odzivno poročilo Sklada za financiranje razgradnje NEK in za odlaganje radioaktivnih odpadkov iz NEK na revizijsko poročilo Računskega sodišča Republike Slovenije (št. AŠ/MŠ-475/11, 15. november 2011),
- Odzivno poročilo Vlade Republike Slovenije na revizijsko poročilo Računskega sodišča Republike Slovenije (št. 0602-4/2010/18, 22. november 2011),
- Revizijsko poročilo Računskega sodišča Republike Slovenije »Zagotavljanje sredstev za razgradnjo Nuklearne elektrarne Krško in za odlaganje radioaktivnih odpadkov iz Nuklearne elektrarne Krško« (št. 321-1/2013/92, 21. december 2016),
- Odzivno poročilo Sklada za financiranje razgradnje NEK in za odlaganje radioaktivnih odpadkov iz NEK na revizijsko poročilo Računskega sodišča Republike Slovenije (št. DŠT-MŠ-75/2017, 22. marec 2017),
- Makroekonomske napovedi o gibanju svetovnega gospodarstva.

1.2 Makroekonomska slika v letu 2020

Gospodarska slika in obeti

Svetovno in evropsko gospodarstvo sta se tudi celotno leto 2019 nahajala v izjemnem konjunktornem ciklu, ki so ga spremljali in poganjali visoka zaposlenost in rast plač, dobičkonosnost podjetij, potrošnja prebivalstva, investicije podjetij in držav. Gospodarstvo je dosegalo ugodne številke navzlic negativnim vplivom trgovinske vojne med ZDA in Kitajsko, ki ne pušča posledic zgolj njunih gospodarstvih, ampak zadeva tudi celotne oskrbovalne in potrošniške verige po vsem svetu. Še posebej na udaru so bila podjetja

in panoge, ki poslujejo s Kitajsko in izvozno naravnana evropska gospodarstva, ki so znižala rezultate in oklestila svoje napovedi. Proti koncu leta sta tako ZDA kot tudi Kitajska pokazali pripravljenost po sklenitvi delnega sporazuma, ki bi tlakoval pot do končnega sporazuma. Zaključek leta je namreč minil v pogojanjih okrog podpisa prve faze sporazuma med ZDA in Kitajsko, ki ga mnogi vidijo kot majhen, a pomemben korak v procesu končanja trgovinske vojne. Vsak sporazum bi povrnil vsaj del izgubljenega zaupanja v gospodarstvo in predvsem politiko, medtem ko bi vsakršno nadaljnje zaostrovanje odnosov poslabšalo gospodarske kazalce po svetu. Kljub vsemu velja prepričanje, da bo do konca potrebnih še mnogo takšnih «majhnih» korakov. Države EU se ob tem srečujejo še z internimi problemi. Primarno gre za problem izstopanja Velike Britanije iz EU, ki bi se sicer moral zgoditi že 29. marca 2019, po vnovični predstavitvi pa je trenutno rok postavljen na 31. januar 2020, katerih posledice bi v primeru povsem neurejenega izstopa lahko presegle posledice trgovinske vojne. Vse očitnejši pa je tudi problem konkurenčnosti in tehnološke dodelanosti evropskega gospodarstva v primerjavi z ZDA in Kitajsko. Posledice trgovinskega spora in znakov ohlajanja gospodarstev po svetu so centralne banke blažile z ugodnimi pogoji financiranja. Posledično so se obrestne mere ponovno začele zniževati. V ZDA smo namesto pričakovanih nadaljnjih dvigov v drugi polovici leta videli tri znižanja obrestnih mer, ki so jo iz 2,5 % znižali na raven 1,75 %. Četudi inflacija v evro-območju vztraja na ravni dobrega 1 %, ciljna raven ECB znaša 2 %, je ECB ohranila aktivno obrestno mero na stopnji 0 %, kjer se nahaja že vse od 16. marca 2016, je pa 18. septembra 2019 spustila pasivno obrestno mero za 10 bazičnih točk na -0,50 % in pognala tretji paket ciljnih usmerjenih operacij dolgoročnega refinanciranja (TLTRO-III), ki bi se naj iztekel marca 2021. Skromna rast v evro-območju in prav tako skromne napovedi, vpetost v trgovinsko vojno, globalne negotovosti in specifične znotraj EU je zahtevane donosnosti na evrske obveznice potisnila še globlje v negativno območje tudi na zelo dolgih ročnostih in znižala pribitke za tveganje. Ob tem je prišlo tudi do sploščevanja krivulje donosnosti, ki se kaže v občutnem znižanju razlike med donosnostjo 2 in 10-letnih državnih obveznic, ki se je v Nemčiji na dan 30. novembra 2019 znižalo na vsega 27,4 bazične točke; ob koncu lanskega leta je ta razlika znašala 85,9 bazičnih točk, ob koncu 2010 pa kar 209,9 bazičnih točk. Po izteku mandata Maria Draghija je vrh ECB 1. novembra 2019 zasedla Christine Lagarde, ki, podobno kot Draghi, velja za zagovornika zelo stimulativne monetarne politike. Skratka, na monetarnem področju smo se v letu 2019 še bolj oddaljili od dolgoročno vzdržnega stanja.

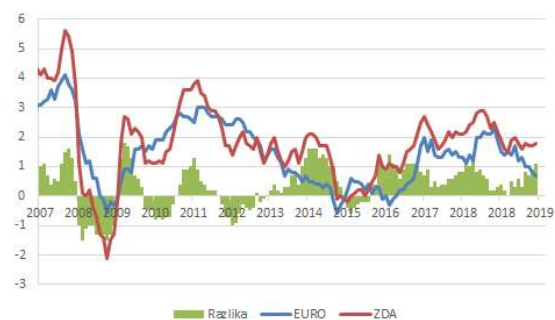
V letu 2020 je pričakovati nižje stopnje rasti po svetovnih gospodarstvih in več volatiliti, četudi potrošnja prebivalstva v večini razvitih gospodarstev zaenkrat še ostaja visoka. Razlog za takšno sklepanje je v tem, da se je z okrepljeno gospodarsko rastjo gospodarski cikel še bolj približal točki obrata, pri čemer globalno trgovino in podjetniške investicije dodatno ovirajo še trgovinski spori in spremljajoče politične napetosti, ki ustvarjajo negotovosti v globalnem smislu. Že skozi celotno leto 2019 je prihajalo do popravkov ocen gospodarske rasti navzdol. Ocene za rast evropskega gospodarstva se tako gibljejo okrog 1 %, vključno z Nemčijo kot gonilom evropskega gospodarstva, kar celotno območje potiska v ekonomsko stagnacijo. V ZDA se predvideva rast nekoliko nad 2 %. Še posebej na udaru je nemška industrija, ki se nahaja v primežu trgovinske vojne in potrebnih strukturnih sprememb. Izmed evropskih držav si lahko tradicionalno najvišjo rast obetajo v državah srednje in vzhodne Evrope, kjer je tudi bazni učinek najnižji. Navkljub nizkim obetom za rast v državah EU, pa ni izključeno, da se bodo tekom leta na račun brexita še dodatno znižali. Glede brexita se pričakovanja gibljejo v smeri nekakšnega urejenega izhoda, ne gre pa izključiti niti povsem neurejenega izhoda niti njegovega preklica. Preklic brexita bi okreplil pričakovanja za rast. Močno so se znižale tudi napovedi za gospodarsko rast na Kitajskem, ki je tudi najmočnejše vpeta v trgovinsko vojno. Kitajska rast sicer ostaja zelo visoka, a se utegne spustiti pod »mejo« 6 %. Dolgo obdobje izjemne rasti je zelo okrepilo kitajskega potrošnika, ki že predstavlja pomemben dejavnik v procesu kitajske in globalne rasti. V zadnjem obdobju je ob vseh negotovostih opaziti povečano zadržanost in previdnost kitajskega potrošnika. V primeru poslabševanja razmer je pričakovati fiskalno spodbudo s strani kitajske države. Celotno dogajanje na Kitajskem utegne vplivati na gospodarsko sliko v vseh tistih gospodarstvih, panogah in podjetjih, ki so najmočnejše navezana na Kitajsko. Pričakovati je prelitje dela učinka na države EU, ki so največji izvoznik na Kitajsko, prav tako pa tudi na kitajske sosedje iz skupine držav ASEAN. V tem turbulentnem okolju ostaja napoved rasti za Slovenijo pri 3 % za leto 2020 visoka, a se je zaradi ohlajanja v izvoznih državah in negotovostih v poslovnem okolju prav tako znižala. Vsekakor pa bo slovensko poslovno okolje delilo usodo dogajanja v EU. Vsled povečanim globalnim tveganjem je IMF v letu 2019 kar trikrat znižal napoved rasti za Japonsko in jo novembra za leto 2020 postavil na vsega 0,5 %.

V letu 2020 bodo ameriške predsedniške volitve predstavljale dodaten element tveganja v ekonomsko-političnem dogajanju po svetu, z močnim vplivom tudi na kapitalske trge. Zelo pomembno bo vprašanje odnosa do Kitajske. Od Donalda Trumpa lahko pričakujemo, da se bo do Kitajske in trgovinskega sporazuma vedel glede na njegov položaj na volilnih lestvicah. V času svojega predsedovanja se Trump lahko pohvali s cvetočim gospodarstvom in donosnimi kapitalskimi trgi, pa vendar si je v času svojega predsedovanja nabral tudi mnoge zamere s svojimi partnerji. Sočasno s predsedniškimi volitvami bodo potekale tudi volitve v Kongres, za katerega se pričakuje, da bo še naprej ostal deljen med republikanci in demokrati. Četudi mnogi namigujejo, da bi Trump utegnil dobiti nov mandat, pa so redki mnenja, da bi se v primeru njegove neizvolitve kaj bistvenega spremenilo v odnosu do Kitajske. »Kitajska« je namreč eno redkih področij, kjer imata obe struji podobno mnenje. Trgi bodo zelo pozorno spremljali že izbor demokratskega protikandidata. V 2020 bodo volitve potekale tudi v drugih državah: Hrvaška, Slovaška, Srbija, Grčija, Egipt, Nova Zelandija.

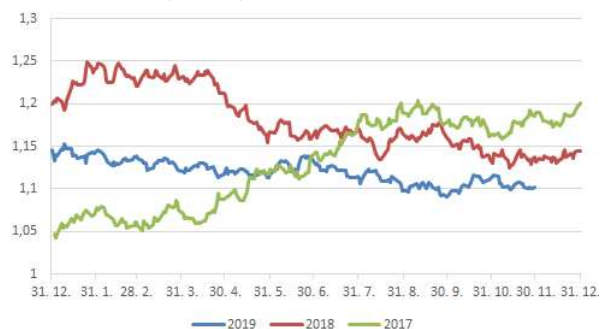
Na Bližnjem vzhodu je ob vseh peripetijah in sporih ob koncu 2019 prišlo do prve kotacije savdskega naftnega velikana Aramco, s čimer je Aramco postal podjetje z največjo borzno vrednostjo na svetu.

Na valutnih trgih je vse od konca aprila 2018 opaziti krepitev dolarja, ki se v zadnjem času nahaja v območju 1,10 dolarja za evro, navkljub prizadevanjem Donalda Trumpa, da bi se dolar ošibil.

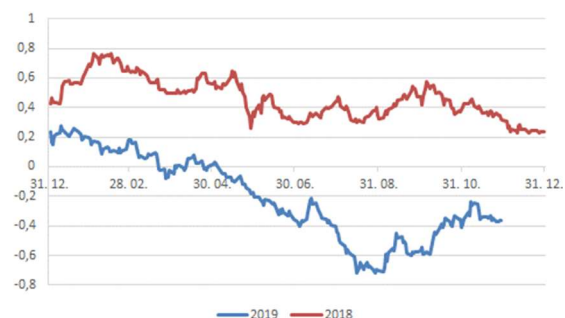
Slika 1: Inflacija v evroobmočju in ZDA in razlika



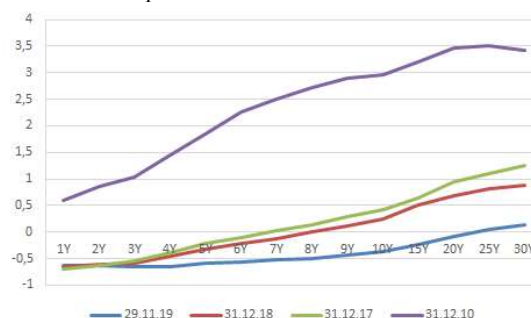
Slika 2: Gibanje tečaja EUR/USD



Slika 3: Donosnost 10-letnih nemških državnih obveznic v 2018 in 2019



Slika 4: Krivulje donosnosti nemških državnih obveznic na posamezen dan



Kapitalski trgi v letu 2020

Pogled na kapitalske trge nam pokaže dvojno sliko. Visoke cene na delniških trgih so konsistentne s stanjem v poznem obdobju cikla, ko se pričakuje obrat, medtem ko obvezniški trgi, še posebej v državah EU, kjer se zahtevane donosnosti po večjem delu krivulje donosnosti nahajajo globoko v negativnem območju, namigujejo, kot da se nahajamo globoko v recesiji. V stanju, v katerem ni recesije, negativne obrestne mere monetarnim oblastem ožijo maneuver instrumentov, ki so predvideni za uporabo v času recesije. So pa dlje časa prisotne negativne obrestne mere spremenile odnos vlagateljev do tveganja, kar se kaže z znižanjem kreditnih pribitkov na tveganje.

Zaradi izrazito negativnih donosnosti do dospetja, evrske obvezniške naložbe v letu 2020 ne morejo izkazati pozitivnega donosa iz naslova same donosnosti, ampak je pozitiven donos mogoče doseči le v primeru nadaljnjih znižanj obrestnih mer. Tak scenarij bi se utegnil zgoditi v primeru, ko bi se stanje v gospodarstvu evrskega območja še poslabšalo oziroma bi celo zdrsnilo v recesijo. Nenazadnje so se donosnosti na 10-letno nemško državno obveznico, ki velja za benchmark na trgu evrskih obveznic, avgusta sicer za sila kratek čas, znižale pod $-0,71\%$, kar je 35 bazičnih točk pod vrednostjo $-0,36\%$ z dne 30. novembra 2019. Iskanje donosnih obvezniških naložb je zblížalo donosnosti po krivulji donosnosti, ki je posledično postala zelo sploščena. To pomeni, da vsako dodatno leto daljše ročnosti ni ustrezno nagrajeno z višjo donosnostjo, da bi odtehtalo večje tveganje, kar investitorje odvrača od naložb previsokega trajanja. Občutljivost dolgih obveznic na spremembe v obrestnih merah s trajanjem izjemno narašča. Na trgu podjetniških obveznic je prav tako opaziti visoka vrednotenja in nizke donosnosti. Četudi so se pribitki na tveganje v zadnjem obdobju nekoliko povišali, se še vedno nahajajo na zelo nizkih ravneh, kar povečuje kreditno tveganje. Vsakršno poslabšanje razmer v gospodarstvih ali milejša oblika recesije bi utegnilo privedi do dviga pribitkov za tveganje. Pričakujemo, da bo obdobje nižje gospodarske rasti v 2020 povečalo občutljivost trgov še posebej na negativne novice v okolju, kar bi lahko dvignilo pribitke. Skoraj gotovo bo v primeru poslabšanja razmer prišlo do aktivnejše politike centralnih bank v smislu okrepljenega procesa monetarnega sproščanja. Na aktivnosti centralnih bankirjev tako ne bodo vplivali zgolj podatki o inflaciji. Če le ne bo drastičnega poslabšanja razmer, ki bi privedle do znižanja donosnosti, bi leto 2020 utegnilo biti kar težavno leto za obvezniške naložbe.

Pred delniškimi trgi je prav tako zahtevno leto. Trenutno se delniški trgi nahajajo na svojih vrhovih, tako da je vprašanje, kako visoko sploh še lahko gredo. Pri teh vrednostih se zdi, da je v cene vgrajen izjemen optimizem in nič kaj negativnih pričakovanj, zaradi česar bodo delnice v prihodnjih četrletjih le stežka upravičevale visoka vrednotenja. Predvsem v prvih dveh četrletjih bi utegnil biti pritisk na cene še posebej v ZDA kar precejšen, tako da bi ti utegnili doseči podpovprečne rezultate ali celo preiti skozi borzno korekcijo. Ob vseh globalnih negotovostih bodo delniški trgi v evrskem območju podvrženi predvsem procesu izstopanja Velike Britanije iz EU, na drugi strani pa je aktualno tudi vprašanje reform in ratinga evrskega gospodarstva, za katerega se zdi, da na tehnološkem področju izgublja stik z ZDA in Kitajsko, ki veljata za edini svetovni velesili na področju informacijskih tehnologij. Za države EU se zdi, da je v cene vgrajenih več negativnih pričakovanj, kar bi v primeru, da ne bo prišlo do povsem neurejenega brexita, utegnulo ugodno vplivati na borzne rezultate.

V prvih enajstih mesecih leta 2019 se je dolar v primerjavi z evrom okrepil za $3,79\%$. To je podobno kot leto poprej, ko je dolar v primerjavi z evrom pridobil $4,57\%$ vrednosti, je pa bila nihajnost tečaja tekom leta 2019 bistveno nižja kot leto poprej. Svojo najnižjo vrednost je dolar dosegel 9. januarja pri tečaju 1,1533 dolarja za evro, najvišjo vrednost pa 30. septembra pri tečaju 1,0903 dolarja za evro. V letu 2019 je bilo prisotnih obilo dejavnikov (nizke (negativne) obrestne mere, pešanje nemškega gospodarstva, trgovinska vojna, javnofinančne težave posameznih članic, šibki obeti za prihodnje, anemična inflacija), ki niso bili naklonjeni evru in del njih bo prisoten tudi v 2020. Na drugi strani pa dajejo nizka pričakovanja za evrsko okolje in visoka pričakovanja za ameriške trge osnovo za rast evra v prihodnje.

1.3 Usmeritve Sklada za leto 2020

Naložbeni proces upošteva načela varnosti, razpršenosti, donosnosti in likvidnosti ter druge zakonsko določene omejitve in si prizadeva dosegati stabilnost naložb in dolgoročno rast premoženja. Naložbena politika s tem prispeva k uresničevanju temeljnega poslanstva Sklada, ki je zbiranje sredstev za namene financiranja razgradnje NEK, varno skladiščenje in končno odlaganje izrabljenega jedrskega goriva ter radioaktivnih odpadkov v Republiki Sloveniji. Skladno z ZSFR je Sklad definiran kot varen sklad, ki sme svoja sredstva vlagati v varne naložbe. Skladno z drugim odstavkom 8. člena Pravilnika o razčlenjevanju in merjenju prihodkov in odhodkov pravnih oseb javnega prava vrednoti Sklad naložbe v dolžniške vrednostne papirje po poštenu ceni, kar vpliva na strategijo investiranja in strukturo naložb. 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.

Zaradi zahtevnih ekonomskih okoliščin bomo v 2020 na Skladu še s toliko večjo pozornostjo skrbeli za kakovost portfelja, katerega značilnosti so podpovprečno dolgo trajanje obvezniških naložb, skrben izbor podjetniških obveznic kakovostnih podjetij in skrben izbor delniških naložb. Pri nakupih obveznic bodo prednost imele tiste z ročnostjo predvidoma 5 let, saj je v tem obdobju razmerje med donosnostjo in obrestnim tveganjem nekako najugodnejše. Izpostavljenost obrestnemu tveganju izhaja predvsem iz nizkih izhodiščnih obrestnih mer za evrske naložbe, ki se na evrskih trgih nahajajo globoko v negativnem območju še krepko v srednjeročnem obdobju in sploščenih krivulj donosnosti, ko daljše trajanje ni ustrezno nagrajeno. Med podjetniškimi obveznicami vidimo dodatno priložnost v obveznicah bančnih korporacij, ki so, z izjemo nemških bank, po obdobju finančne krize stabilizirale svoje bilance in okrepile kapitalske količnike, na drugi strani pa tudi regulativa sedaj bankam namenja mnogo večjo pozornost. Velika je predvsem ponudba evrskih obveznic ameriških bank, katerih bilance so močnejše od evropskih bank. Na delniških trgih se kot najbolj privlačni zdijo azijski in evropski trgi, ki jih je trgovinska vojna v dosedanjem delu najbolj prizadela; temu primerna se zdijo tudi vrednotenja. Izmed sektorjev bi utegnili nadpovprečne donose dosegati tako imenovani obrambni sektorji in zdravstvo. Kot potencial se kažejo alternativne naložbe.

Z namenom izvrševanja Naložbene politike si Sklad definira meje po posameznih naložbenih razredih za leto 2020. Pri postavitvi meja upoštevamo ciljno strukturo portfelja za leto 2020 in stanje portfelja na dan 30. november 2019, pri izboru razredov pa upoštevamo predvidevanja o dogajanju na finančnih trgih v letu 2020. Upoštevaje postavljene ciljne strukture bo samo upravljanje portfelja odvisno od razmer na finančnih trgih, ki utegnejo biti v letu 2020 podvržene večji meri negotovosti, pri čemer bomo portfelj upravljali skrbno, kot dober gospodar. Zavedamo se, da večja nepredvidljivost trgov terja večjo pozornost in odzivnost pri upravljalških odločitvah.

2 NALOŽBENA POLITIKA

2.1 Naložbeni cilji

a.) Varnost naložb

Primarni naložbeni cilj Sklada je ohranjanje varnosti naložb. Omenjeni cilj izhaja iz varnosti naložb kot primarnega načela, h kateremu je zavezan Sklad. Cilj ohranjanja varnosti je nadrejen vsem preostalim ciljem. Varnost naložb dosegamo 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 najvišjo boniteto, omejitvami pri investicijah v bolj tvegane vrednostne papirje, uvajanjem dodatnih kriterijev in omejitev pri naložbah v lastniške vrednostne papirje ter prepovedjo investiranja v pretirano tvegane vrednostne papirje in naložbe. Pri dolžniških vrednostnih papirjih investiramo zgolj v obveznice investicijskega razreda. Naložbe v obveznice iz neinvesticijskega razreda so dovoljene v omejenem obsegu in skladno z dodatnimi omejitvami, praviloma preko vzajemnih skladov in ETF skladov.

Glede na svojo strukturo je portfelj Sklada v največji meri izpostavljen obrestnemu tveganju, ki ga upravljamo preko upravljanja trajanja naložb. V splošnem pa je Sklad izpostavljen tržnemu tveganju, ki ga merimo in upravljamo preko metode VaR (Value at Risk).

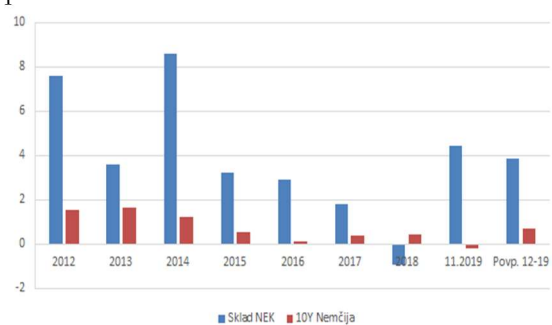
b.) Donos na sredstva

Program razgradnje NEK in odlaganja nizko in srednje radioaktivnih odpadkov in izrabljenega jedrskega goriva (v nadaljevanju: Program razgradnje NEK) je v letu 2003 kot ciljni donos Sklada v višini 4,29 % postavil višino dolgoročne obrestne mere na državne obveznice v območju evra na dan 10. decembra 2003.¹

Slika 6: Gibanje obrestnih mer na državne obveznice v državah evra, december 2003 – november 2018



Slika 7: Donos portfelja Sklada v primerjavi z donosnostjo 10-letne nemške državne obveznice po letih



Skladno s Programom razgradnje NEK si pri postavitvi in izvajanju Naložbene politike Sklad prizadeva dosegati povprečni letni donos portfelja v višini 4,29 %, pri čemer ohranjamo zavezo do varnosti portfelja kot primarnega načela Sklada. Ob trenutnih razmerah na trgih obstaja verjetnost, da ob predvideni naložbeni politiki, ki sledi načelom varnosti, in pravilom investiranja Sklada, doseganje donosa v višini 4,29 % v letu 2020 ne bo izvedljivo. Trg evrskih obrestnih mer se še vedno nahaja globoko v negativnem območju tudi še v ročnostih 10 let. Zahtevana donosnost na desetletno nemško državno obveznico, ki velja za benchmark

¹ Cilj doseganja 4,29 % donosnosti izhaja iz Programa razgradnje NEK in odlaganja NSRAO in IJG (št. dokumenta: T-1123/03), kjer je kot podlaga za določitev obrestnega faktorja v višini 1,0429 in iz njega izhajajoče ciljne donosnosti portfelja Sklada v višini 4,29 % navedena višina dolgoročne obrestne mere na državne obveznice v območju evra na dan 10. decembra 2003 (kot merilo je bila upoštevana zahtevana donosnost 10-letne nemške državne obveznice). Zahtevana donosnost je določena kot tista, ki pri rasti cen industrijskih proizvodov v višini 0,73 % privede do 3,5 % diskontnega faktorja, s katerim so diskontirani posamezni scenariji odlaganja NSRAO in IJG.

evrskega območja, je na dan 30. 11. 2019 znašala -0,36 %, kar je več kot 4 odstotne točke pod donosnostjo iz leta 2003, ki jo kot vsebinski kriterij postavlja Program razgradnje NEK. Kot je razvidno iz slike, je donos portfelja Sklada v povprečju bistveno presegel donosnost 10-letne nemške državne obveznice.

c.) Likvidnost

Skrb za likvidnost za potrebe izvajanja aktivnosti po Programu razgradnje NEK je del temeljnega poslanstva Sklada. Likvidnost portfelja uresničujemo z naložbami v visoko likvidne naložbe, ki jih je mogoče hitro in brez večje izgube vrednosti pretvoriti v denar. Doseganje likvidnosti Skladu omogoča učinkovito upravljanje s portfeljem, hkrati pa tudi izvajanje njegovega poslanstva, povezanega z odlaganjem radioaktivnih odpadkov in razgradnjo NEK. Sklad že zagotavlja finančna sredstva za plačilo nadomestil občinam zaradi omejene rabe prostora in načrtovanja intervencijskih ukrepov na območju jedrskega objekta, kot tudi za izvajanje aktivnosti ARAO j.g.z. S povečevanjem aktivnosti ARAO j.g.z. v zvezi z izgradnjo odlagališča NSRAO iz NEK, ki so predvidene v prihodnje, bo prihajalo do večjega obsega odlivov sredstev iz Sklada, kar bo povečalo potrebe po zagotavljanju najbolj likvidnih sredstev.

d.) Namenska poraba zbranih sredstev za izvajanje zakonsko predpisanih dejavnosti

Sredstva Sklada so namenjena izvajanju zakonsko predpisanih dejavnosti in se smejo uporabljati samo za te namene. Te so:

- Financiranje priprave in izvedbe projektov za varno in končno odlaganje izrabljenega goriva in radioaktivnih odpadkov iz NEK;
- Financiranje priprave in izvedbe projekta za varno razgradnjo NEK;
- Plačilo nadomestil za omejeno rabo prostora občini Krško, 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. 92/14 in 46/15);
- Financiranje storitev ARAO j.g.z. 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 Ciljna struktura portfelja za leto 2020

Skladno z ustanovitvenimi akti se Sklad smatra kot obvezniški sklad, za katerega so značilne varne naložbe. Sama razporeditev sredstev po posameznih naložbenih razredih bo odvisna od makroekonomskih razmer, stanja na posameznih trgih in obetov. Pri sami alokaciji bodo upoštevana izhodišča, kot tudi omejitve pri investiranju sredstev (naložbena pravila).

V letu 2020 bo najmanj 75 % portfelja Sklada investiranega v različnih oblikah dolžniških vrednostnih papirjev in največ 25 % v lastniških vrednostnih papirjih. Znotraj segmenta dolžniških vrednostnih papirjev bo največji delež namenjen državnim vrednostnim papirjem, in sicer med 35 in 70 % portfelja, ki veljajo za najmanj tvegane vrednostne papirje. Segment državnih vrednostnih papirjev sestoji iz razredov državnih obveznic, ki s predvidenim deležem med 30 in 65 % ostaja osrednji naložbeni razred, in razredom državnih podjetij in nadnacionalnih inštitucij s predvidenim deležem med 4 in 15 % portfelja. Za celoten segment državnih vrednostnih papirjev so značilne nizke obrestne mere, ki pri mnogih državah tudi v desetletni ročnosti dosega izrazito negativne vrednosti, in izredna sploščenost krivulje donosnosti. Pri tem segmentu so kreditna tveganja minimalna, obstoji pa tveganje doseganja ustreznega visokega donosa. To je tudi razlog za dvig zgornje meje izpostavljenosti v razredu državnih podjetij in nadnacionalnih inštitucij, saj tako

ohranimo visoko varnost portfelja in dvignemo njegovo donosnost. Kot državno podjetje definiramo tisto podjetje, v katerem ima država vsaj 80 odstotni lastniški delež.²

Tabela 1: Ciljna struktura portfelja Sklada za leto 2020 (v %)

Naložbeni razred	Delež v % na dan 30.11.2019	Ciljna struktura v % za leto 2019	Ciljna struktura v % za leto 2020
Državne obveznice	36,62	od 30 do 65	od 30 do 65
Državna podjetja in nadsocialne inštitucije	5,80	od 4 do 10	od 4 do 15
Skupaj državni VP	42,42	od 40 do 70	od 35 do 70
Podjetniške/korporativne obveznice	11,38	od 2 do 15	od 2 do 20
Vz. skladi (več kot 50 % obv.) in ETF-ji	9,34	od 5 do 20	od 5 do 15
Obveznice ban./finančnih izdajateljev	4,46	od 0 do 5	od 0 do 10
Skupaj podjetniške obveznice	25,19	od 5 do 30	od 10 do 40
Denarni trg (depoziti, pot. o vlogah, MM)	18,18	od 0 do 30	od 0 do 30
SKUPAJ DOLŽNIŠKI VP	85,79	od 75 do 100	od 75 do 100
Vz. skladi (delniški, mešani skl.) in ETF-ji	12,93	od 0 do 20	od 0 do 20
Delnice	1,28	od 0 do 5	od 0 do 5
Alternativne naložbe ³	0	od 0 do 2	od 0 do 2
SKUPAJ LASTNIŠKI VP	14,21	od 0 do 25	od 0 do 25
PORTFELJ SKUPAJ	100,00		

Dopusten delež podjetniških obveznic se giblje med 10 in 40 %, segment pa sestoji iz treh razredov: podjetniških obveznic nefinančnih izdajateljev, podjetniških obveznic finančnih izdajateljev in obvezniških skladov. V primerjavi z državnimi obveznicami gre za nekoliko bolj tvegan segment. Pestra ponudba v segmentu podjetniških obveznic glede izdajateljev, ročnosti in bonitete omogoča ugoden izbor naložb z ozirom na donosnost do dospetja in tveganja tudi na kratkih ročnostih.

Tretji segment v strukturi dolžniških vrednostnih papirjev so naložbe v instrumentih denarnega trga. V ta segment prištevamo vloge na vpogled, depozite, sklade denarnega trga, zakladne menice, blagajniške zapise in druge instrumente denarnega trga. Ta segment služi tudi za pokrivanje tekočih obveznosti Sklada. Dopusten delež naložb v instrumentih denarnega trga znaša med 0 in 30 % portfelja.

Pri naložbah v dolžniške vrednostne papirje velja splošna omejitev, da se sme nalagati zgolj v obveznice, ki so na dan nakupa uvrščene v investicijski razred, tj. imajo bonitetno oceno od AAA/Aaa do BBB-/Baa^{3,4}. Z namenom zagotavljanja varnosti portfelja si bo Sklad prizadeval vse naložbe ohranjati znotraj investicijskega razreda. Naložbe, katerih bonitetna ocena bi se v času trajanja spustila pod investicijski razred, bodo deležne posebne pozornosti. Izguba statusa investicijskega razreda je lahko razlog za prodajo posamezne naložbe, ni pa takšne naložbe Sklad zavezan prodati. Če Sklad oceni, da je verjetnost nastanka kreditnega dogodka zmerina in bi prodaja privedla do prevelike izgube vrednosti naložbe, si pridržuje

²Sami uporabimo zelo strogo definicijo državnega podjetja, ki ga OECD sicer definira zelo splošno kot podjetje, v katerem ima država pomemben vpliv na poslovanje, bodisi kot edini, večinski ali manjšinski lastnik. Podjetniške obveznice podjetij, v katerih ima država nižji delež, se knjižijo v razred podjetniških obveznic, bodisi finančnih ali nefinančnih izdajateljev.

³Pred investiranjem v naložbeni razred alternativnih naložb (nepremičninski skladi, surovine, skladi privatnega kapitala ipd.) bo Sklad v skladu s predvidenimi postopki oblikoval pravilnik, ki bo zajemal omejitve in pogoje investiranja v ta naložbeni razred.

⁴ V primeru stabilnih obetov za prihodnje, izjemoma tudi naložbe v bonitetni razred BB+/Ba1, ki se nahaja tik pod investicijsko ravniho.

pravico, da pozicijo ohrani, četudi sama naložba ne dosega investicijske ravni. Druge omejitve pri investiranju so podrobneje predstavljene v nadaljevanju dokumenta.

Tabela 2: Pregled bonitetnih razredov po posameznih bonitetnih agencijah

Moody's	S&P	Fitch	
Aaa	AAA	AAA	Najvišja boniteta
Aa1	AA+	AA+	Visok naložbeni razred
Aa2	AA	AA	
Aa3	AA-	AA-	
A1	A+	A+	Zgornji srednji naložbeni razred
A2	A	A	
A3	A-	A-	
Baa1	BBB+	BBB+	Spodnji srednji naložbeni razred
Baa2	BBB	BBB	
Baa3	BBB-	BBB-	
Ba1	BB+	BB+	Špekulativni razred
Ba2	BB	BB	
Ba3	BB-	BB-	
B1	B+	B+	Visoko špekulativni razred
B2	B	B	
B3	B-	B-	
Caa	CCC	CCC	Veliko tveganje
Ca	CC	CC	Ekstremno špekulativni razred
	C	C	Stečaj neizbežen
C	D	D	V stečaju

Skladno z Naložbeno politiko je največji dovoljeni delež lastniških vrednostnih papirjev postavljen na 25 % sredstev Sklada. Značilnost tega segmenta je večja tveganost. Tveganja, ki so prisotna na delniških trgih, bo Sklad minimiziral z diverzifikacijo naložb po regijah in sektorjih, z izborom nizko volatilnih in visoko likvidnih naložb in z investiranjem v ETF in vzajemne sklade.

2.3 Naložbe v netržne vrednostne papirje

V portfelju Sklada se nahaja za približno 1,5 % tako imenovanih netržnih vrednostnih papirjev, ki pomenijo odstopanje od pravil definiranih v Naložbeni politiki Sklada za leto 2020. Gre za obveznice z oznako DZS2, izdajatelja DZS, založništvo in trgovina d.d. in delnice elektro podjetij. Navedene naložbe se v portfelju Sklada nahajajo že dlje časa in jih, četudi pomenijo odmike od naložbene politike Sklada, na kratek rok ne bo mogoče prodati za primerno ceno. Tudi v letu 2020 se bo ta del portfelja aktivno spremljal, nadaljevala pa se bodo tudi prizadevanja za njegovo odprodajo po ustrezni ceni.

2.4 Izpostavljenost in omejitve naložb po naložbenih razredih

Sklad bo pri upravljanju s sredstvi sledil omejitvam, kriterijem in vrednostim posameznih naložb, kot jih prikazuje Tabela 3.

Tabela 3: Omejitev vrednosti posameznih vrst naložb v letu 2020 (v %)

Vrsta naložbe	Največji dovoljeni delež pri posameznem izdajatelju od skupnih sredstev Sklada	Največji dovoljeni delež pri posameznem vrednostnem papirju od skupnih sredstev Sklada
DOLŽNIŠKI VRED. PAPIRJI		
Državne obveznice ⁵	30,0	10,0
Državna podjetja in nadnacionalne inštitucije	7,0	5,0
Podjetniške/korporativne obveznice	2,0	2,0
Obveznice bank/finančnih izdajateljev	3,0	2,0
Vz. skl. z več kot polovico v dolž. nal.	10,0	2,0
Depoziti in CD-ji bank	15,0	-
Zakladne menice	30,0	5,0
Komercialni zapisi	5,0	2,0
LASTNIŠKI VRED. PAPIRJI		
ETF-ji (deln.), VS (deln. in meš. skl.)	7,0	1,5
Alternativne naložbe	2,0	1,0
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.

Skład sredstev ne bo vlagal v naslednje finančne instrumente:

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

2.5 Naložbeni proces

Naložbeni proces predstavlja kombinacijo sistema »od zgoraj navzdol«, kjer analiziramo makroekonomske in agregatne kazalnike, in sistema »od spodaj navzgor«, kjer se posvečamo posameznim vrednostnim papirjem. Kombinacija obeh pristopov pomeni celovitejši pristop k upravljanju.

⁵ Največji dovoljeni delež v državne obveznice (30 %) izstopa zaradi večje izpostavljenosti do naložb v obveznice Republike Slovenije.

Tabela 4: Omejitve pri vlaganju po naložbenih razredih

Vrsta naložbe	Omejitve pri nalaganju sredstev
Državne obveznice	Naložbeni razred
ETF-ji (100 % državni vrednostni papirji)	Naložbeni razred, izdajatelj/DZU pod nadzorom OECD nadzornih organov
Državna podjetja in nadsacionalne inštitucije	Naložbeni razred
Podjetniške/korporativne obveznice	Naložbeni razred
ETF-ji, vzajemni skladi (več kot 50 % korporativnih obveznic) ⁶	Izdajatelj/DZU pod nadzorom OECD nadzornih organov
Obveznice bank/finančnih izdajateljev	Naložbeni razred
ETF-ji, vzajemni skladi (100 % denarnega trga)	Izdajatelj/DZU pod nadzorom OECD nadzornih organov
Denarni trg (depoziti, potrdila o vlogah, zakladne menice)	Banke v RS pod nadzorom BS, v EU pod nadzorom ECB/EBA
ETF-ji in vzajemni skladi denarnega trga	Izdajatelj/DZU pod nadzorom OECD nadzornih organov
ETF-ji, vzajemni skladi – lastniški vrednostni papirji	Izdajatelj/DZU pod nadzorom OECD nadzornih organov
Alternativne naložbe ⁷	
Delnice	Kotacija na eni od mednarodnih borz, tržna kapitalizacija vsaj 1 milijarda evrov

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. Upošteval bo bonitetne ocene sledečih bonitetnih hiš: Standard & Poor's, Fitch Ratings in Moody's, v primeru različnih ocen pa Bloomberg Composite ocene. Kupoval bo obveznice, ki bodo v času nakupa imele boniteto investicijskega oz. naložbenega razreda.⁸ Če se boniteta obveznice iz portfelja zniža pod investicijsko raven, bo Sklad naložbo pozorno spremljal ter se glede na napovedi odločal o odprodaji obveznice;
- Velikost posamezne izdaje obveznice ne sme biti nižja od **200 milijonov evrov**;
- Pri naložbah v kratkoročne vrednostne papirje (blagajniške in komercialne zapise in podobno) se pri oceni primernosti upošteva zadolženost in likvidnost izdajatelja. Kriteriji so podrobneje definirani v pravilniku. Če izdajatelj ni država, izpostavljenost pri posamezni izdaji ne sme preseči 10 % celotne izdaje.
- 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 na tuje denarne trge bo Sklad upošteval, da gre za banke iz držav članic Evrosistema, da so pod nadzorom domačih centralnih bank oziroma regulatorjev bančnega nadzora, ter da izkazujejo primerno kapitalsko ustreznost. Pri naložbah v Sklade denarnega trga (money market) bo Sklad nalagal svoja denarna sredstva le v tiste vzajemne sklade, ki so pod stalnim nadzorom OECD nadzornih organov;
- Pri nalaganju sredstev v vzajemne sklade in ETF-je bo Sklad analiziral primerljive sklade in se tako odločal za naložbo v sklade. Vlagal bo samo v tiste vzajemne sklade in ETF-je, ki so pod stalnim nadzorom OECD nadzornih organov;
- Najmanj 85 % portfelja bo naloženih v evrski valuti;

⁶ Naložbena politika posameznega sklada ali ETF-a lahko zajema tudi naložbe v obveznice, ki niso naložbeni razred (High Yield, EM Bonds), vendar skupna vrednost naložb v te sklade ne sme presegati 10 % skupnega portfelja Sklada.

⁷ Skladno s postopki in Statutom mora Sklad pripraviti ustrezen pravilnik investiranja v alternativne naložbe.

⁸ Izjemoma so dovoljene tudi naložbe v obveznice, ki so uvrščene v bonitetni razred BB+/Ba1, če jim bonitetne agencije dodelijo pozitivne obete in je pričakovana uvrstitev v investicijski razred.

- Največ 15 % portfelja bo naloženih v ostalih valutah in sicer najmanj 70 % le-teh bo v naložbah z valuto, ameriški dolar (USD).

Tabela 5: Kriteriji za izbor naložb

Vrsta naložbe	Kriteriji za izbor naložb
Državne obveznice	Analiza zadolženosti (kreditna matrika), makroekonomske napovedi, trajanje, donos, spread
ETF-ji (100 % državni vrednostni papirji)	Tracking error ⁹ , upravljavska provizija
Državna podjetja in nadsionalne inštitucije	Enako kot za državne obveznice
Podjetniške/korporativne obveznice	Analiza posl. posam. izd./kred. matrika, trajanje, donos
ETF-ji, vzajemni skladi (več kot 50 % korporativnih obveznic)	Trackingerror, upravljavska provizija
Obveznice bank/finančnih izdajateljev	Analiza posl. posam. izd./kred. matrika, trajanje, donos
ETF-ji in vzajemni skladi denarnega trga	Trackingerror, upravljavska provizija
ETF-ji, vzajemni skladi - lastniški VP	Trackingerror, upravljavska provizija
Denarni trg (depoziti, potrdila o vlogah, zakladne menice)	Donos, boniteta banke, razpršenost
Alternativne naložbe ¹⁰	Interni pravilnik o kriterijih za nakup Alternativne naložbe
Delnice	Analiza poslovanja, analiza primerljivih podjetij (RV)

Vsak naložbeni predlog mora biti skladen s sprejeto naložbeno politiko Sklada ter Pravilnikom o upravljanju s tveganji Sklada. Predlog se posreduje direktorju Sklada, ki ga sprejme ali pa zavrne. Predlog, do katerega se direktor opredeli pozitivno, direktor predlaga Upravnemu odboru Sklada v sprejem. Do posameznih predlogov se Upravni odbor Sklada opredeli z glasovanjem na redni ali korespondenčni seji.

2.6 Merjenje donosa naložb

Donos naložb bo Sklad meril z notranjo stopnjo donosa denarnih tokov kot tržno stopnjo donosnosti (IRR). Za izračun donosa se uporablja programska oprema Ad Treasury. 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). Z nameni ažurnega izračunavanja donosa bo Sklad redno in sproti evidentiral in spremljal tečaje vrednostnih papirjev na organiziranem trgu. Sklad bo donos izračunaval tudi po naložbenih razredih in segmentih naložb. V sklopu poročil (tedenska, mesečna, polletna in letna poročila), s katerimi se službe in organi Sklada seznanjajo o poslovanju in upravljanju premoženja, bo Sklad računal mesečno, polletno in letno donosnost portfelja.

2.7 Kriteriji primerljivosti

Sklad bo doseženi donos primerjal glede na:

- Primerjalni indeks (benchmark) na mesečnem, polletnem in letnem nivoju;
- Povprečno letno donosnost 10-letnih državnih obveznic v državah z evrsko valuto (EURO Generic Govt Bond 10 Year, GECU10YR Index) na polletnem in letnem nivoju;
- Minimalno zajamčeno donosnost za leto 2019, določeno s strani Ministrstva za finance RS;

⁹Tracking error je napaka sledenja indeksnih skladov glede na gibanje primerjalnega indeksa (benchmark) in prikazuje, v kolikšni meri indeks sledi gibanje primerjalnega indeksa.

¹⁰ Če se bodo pojavile ugodne naložbene priložnosti tudi v segmentu alternativnih naložb, bo Sklad, skladno s postopki in Statutom, pripravil ustrezen pravilnik investiranja v alternativne naložbe.

- Donos obvezniških vzajemnih skladov in izbranih pokojninskih skladov s podobno konservativno naložbeno politiko, na polletnem in letnem nivoju;
- Ciljni donos v višini 4,29 %, kot izhaja iz Programa razgradnje NEK.

a) Benchmark

Benchmark je sestavljen glede na ciljno strukturo po naložbenih razredih. Skozi leto so možna odstopanja med dejanskim portfeljem Sklada in benchmarkom, saj je dejansko stanje portfelja podvrženo vsakokratnim dogajanjem na finančnih trgih. Sklad v nobenem primeru svojega portfelja ni zavezan prilagajati benchmarku, ampak ga je dolžan upravljati s skrbnostjo dobrega gospodarja, z namenom doseganja zastavljenih ciljev Sklada. Za posamezne naložbene razrede bo Sklad v benchmarku uporabljal primerjalne indekse. Struktura benchmarka je sledeča:¹¹

Tabela 6: Primerjani indeksi po posameznih naložbenih razredih

Vrsta naložbe	Indeks ¹²	Bloomberg ID	Delež (v %)	Donos (ocena)
Državni vrednostni papirji (državne obveznice in obveznice državnih podjetij in nadnacionalnih inštitucij)	Bloomberg Barclays Euro Agg Treasury TR Index Value Unhedged EUR	LEATTREU Index	45	od -2,00 do 0,80
Obveznice visokih donosnosti	iBoxx EUR Liquid HY Index TRI	IBOXXMJA Index	5	od -4,00 do 1,50
Korporativne obveznice	Bloomberg Barclays Euro Aggregate Corporate TR Index Value Unhedged EUR	LECP TREU Index	25	od -2,20 do 1,20
Lastniški vrednostni papirji	MSCI World EUR	MSERWI Index	15	od -7,00 do 4,00
Denarna sredstva	EUR	EUR Currency	10	od 0,05 do 0,1
		Skupaj	100	od -2,7 do 1,4

b) Povprečna letna donosnost 10-letnih državnih obveznic v državah z evrsko valuto (EURO GenericGovt Bond 10 Year, GECU10YR Index)

Kriterij povprečne letne donosnosti 10-letnih državnih obveznic v državah z evrsko valuto izhaja iz Programa razgradnje NEK, ki le-to postavi kot vsebinski kriterij pri zahtevanem donosu. Povprečno donosnost 10-letnih državnih obveznic v evrskem območju na dnevni bazi prikazuje indeks EURO Generic Govt Bond 10 Year (GECU10YR Index), iz katerega izračunamo povprečno vrednost v zahtevanem intervalu (mesečno, letno). V prvih 11. mesecih leta 2019 je povprečna letna donosnost 10-letnih državnih obveznic v državah z evrsko valuto znašala -0,20 %, medtem ko je portfelj Sklada dosegel donos v višini 4,46 %. V obdobju med letom 2015 in 30. novembrom 2019 je povprečni letni donos portfelja Sklada znašal 2,31 %, kar je dobri 2 odstotni točki nad povprečno letno donosnostjo 10-letnih državnih obveznic v državah z evrsko valuto, ki je znašal 0,26 %. Tudi v letu 2020 lahko pričakujemo negativno donosnost 10-letnih državnih evrskih obveznic.

¹¹ V zadnjem stolpcu je prikazana ocena donosnosti za leto 2020 po posameznih segmentih benchmarka in oceno donosnosti benchmarka v letu 2020, ki je izračunana kot tehtano povprečje donosnosti po posameznih segmentih.

¹² Sklad lahko namesto izbranih primerjalnih indeksov uporablja tudi druge primerjalne indekse, ki ustrezno zastopajo posamezni naložbeni razred.

Tabela 7: Povprečna letna donosnost 10-letnih državnih obveznic v državah z evrsko valuto (v %) ¹³

	2015	2016	2017	2018	2019	Povp.
Donosnost	0,54	0,13	0,37	0,46	-0,20	0,26
Donos Sklada	3,19	2,87	2,03	-0,94	4,46	2,31
Razlika	3,73	3,00	2,40	-1,40	4,66	2,05

c) Minimalna zajamčena donosnost

Primerjava donosa portfelja Sklada z minimalno zajamčeno donosnostjo postavi donos Sklada v zakonske okvirje zahtevanega donosa pokojninskih skladov v Republiki Sloveniji, katerim je predpisano doseganje minimalne zajamčene donosnosti.¹⁴ Izračuna se na podlagi povprečne donosnosti do dospelja državnih vrednostnih papirjev za predhodnih 24 mesecev (2 leti). Izračun vsako leto pripravi Ministrstvo za finance RS. Minimalna zajamčena donosnost za leto 2019 znaša 0,42 % na letni ravni in 0,03 % na mesečni ravni. Minimalna zajamčena donosnost za leto 2020 v času priprave Naložbene politike še ni določena. 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. Bolj realna je primerljivost v srednjeročnem obdobju.

Tabela 8: Minimalna zajamčena donosnost in donos Sklada po letih (v %) ¹⁵

	2015	2016	2017	2018	2019	Povp.
Zajamčena donosnost	1,50	0,86	0,57	0,49	0,42	0,77
Donos Sklada	3,19	2,87	2,03	-0,94	4,46	2,31
Razlika	1,69	2,01	1,46	-1,43	4,04	1,54

d) Donos obvezniških vzajemnih skladov in izbranih pokojninskih skladov s podobno konservativno naložbeno politiko

Sklad NEK je specifičen sklad, katerega portfelj in način delovanja nimajo neposredne primerljivosti med obstoječimi skladi, zato je tudi primerjava donosa portfelja Sklada z donosom nekaterih pokojninskih in vzajemnih skladov s podobno konservativno naložbeno politiko zgolj indikativne narave. Na eni strani so vzajemni skladi, podobno kot Sklad, dolžni svoje portfelje vrednotiti po tržnih cenah, medtem ko se pokojninske družbe v delu portfelja poslužujejo vrednotenja po nakupnih cenah (HTM), s čimer v tem delu naložb niso izpostavljene obrestnemu tveganju, na drugi strani pa so specifične portfelja Sklada na določenih mestih bolj sorodne portfeljem pokojninskih družb kot vzajemnim skladom. Primerjava tako s pokojninskimi kot tudi obvezniškimi vzajemnimi skladi tako prikaže bolj realno sliko o uspešnosti upravljanja, saj upošteva več različnih vidikov.

e) Ciljna donosnost, kot izhaja iz Programa razgradnje NEK (4,29 %)

Ciljna donosnost v višini 4,29 % je bila postavljena v času mnogo višje splošne ravni obrestnih mer. Doseganje tega cilja je v posameznem letu odvisno od razmer na kapitalskih trgih. Sklad stremi k dolgoročni uresnitvi tega cilja. Oblikovanje portfelja v smeri doseganja tega cilja v letu 2020 bi portfelj izpostavilo

¹³ Za leto 2019 sta donos Sklada in donosnost indeksa uporabljena do 30. novembra.

¹⁴ Minimalna zajamčena donosnost je opredeljena v 217. členu Zakona o pokojninskem in invalidske zavarovanju (Uradni list RS, št. 96/12, 39/13, 99/13 – ZSVarPre-C, 101/13 – ZIPRS1415, 44/14 – ORZPIZ206, 85/14 – ZUJF-B, 95/14 – ZUJF-C, 90/15 – ZIUPTD in 102/15), podrobneje pa opisana v Pravilniku o izračunu minimalne zajamčene donosnosti (Uradni list RS, št. 96/12).

¹⁵ Za leto 2019 je uporabljen donos Sklada do 30. novembra 2019.

prevelikemu tveganju, kar bi ogrozilo sledenje cilju varnosti portfelja kot primarnega načela upravljanja Sklada.

2.8 Kriterij donosa Sklada

Temeljna cilja upravljanja portfelja Sklada sta zagotavljanje varnosti in donosa, kar sta praviloma izključujoča si cilja. Primarni cilj Sklada je ohranjanje vrednosti sredstev portfelja (načelo varnosti finančnih naložb), temu cilju pa je podrejen cilj doseganja donosa. Na Skladu si prizadevamo izpolnjevati zahtevana cilja z aktivnim upravljanjem portfelja. Varnost portfelja ocenjujemo preko ocene Value-at-Risk (VaR), donos pa preko pričakovane stopnje donosa po posameznih naložbenih razredih. Pričakovati je večjo volatilitnost na trgih in gibanje donosa portfelja v območju med **-2,5 in 1,5 %**. Ob tem pričakujemo tudi dokaj turbulentno finančno okolje s polno negotovosti.

Tabela 9: Merljivi cilji za leto 2020 (v %)

	Struktura portfelja			Donos		Tveganje (VaR) v %	
	30.11. 2019	Meje NP 2020	Ocena 2020	Od 1.1.19 do 30.11.19	Ocena 2020	30.11. 2019	Ocena 2020
Državni VP	42,42	35 – 70	45	2,78	od -2,0 do 1,2	0,04	od 0,04 do 0,2
Podjetniške obveznice	25,19	10 – 40	30	4,01	od -2,2 do 1,3	0,20	od 0,1 do 0,3
Denarni trg	18,18	0 – 30	10	0,09	od 0,05 do 0,1	0,00	0,0
Lastniški VP	14,21	0 – 25	15	18,20	od -6,0 do 4,0	0,91	od 0,7 do 1,5
Skupaj	100		100	4,46	od -2,5 do 1,5	0,16	od 0,1 do 0,4

Najvišji donos pričakujemo v segmentu lastniških vrednostnih papirjev, in sicer v območju med -6,0 in 4,0 %. Ta segment portfelja ocenjujemo tudi kot najbolj tvegan, kar se odraža tudi v najvišji predvideni vrednosti VaR. Z aktivnim upravljanjem skozi leto bomo skušali izkoriščati posamezna okna priložnosti. V segmentu podjetniških obveznic pričakujemo donos v višini med -2,2 % in 1,2 %, v segmentu državnih obveznic pa med -2,0 % in 1,0 %. V segmentu instrumentov denarnega trga pričakujemo donos v višini med 0,05 in 0,10 %, saj tudi v 2020 pričakujemo, da se bodo obrestne mere nahajale na izredno nizkih ravneh. Pričakovati je, da se bo tveganost portfelja v 2020 ohranila na nizkih ravneh, pri čemer bo največ tveganja prišlo iz delniških naložb. Tveganost obvezniškega dela portfelja je odvisna od dinamike na trgu obrestnih mer, razreda podjetniških obveznic pa tudi iz naslova kreditnega tveganja. Z izborom kakovostnih naložb ohranjamo nizko raven kreditnega tveganja portfelja. Prispevek k VaR iz naslova valutnega tveganja je omejen z nizko izpostavljenostjo portfelja na USD. Ocenjujemo, da se bo enodnevni 95 % VaR nahajal v razponu med 0,15 in 0,41 % vrednosti portfelja.¹⁶ S predvideno ciljno višino VaR ohranjamo zavezo do zagotavljanja varnega portfelja.

Dinamika na kapitalskih trgih lahko privede do modifikacije teh ciljev, zaradi česar bodo predmet sprotnih preverjanj in rednih revidiranj skozi celotno leto 2020. Spremembe ciljev bodo Upravnemu odboru Sklada in predsedniku Nadzornega odbora Sklada predstavljene v okviru rednih mesečnih in polletnih poročil ter na sejah Upravnega odbora Sklada.

¹⁶ Oceni sta izračunani kot tehtani povprečji vrednosti VaR pri posameznem naložbenem segmentu in ciljnega deleža segmenta v portfelju za leto 2019.

2.9 Odstopanja od kriterijev

Doseženi donosi in uspešnost upravljanja v preteklem obdobju niso zagotovilo za realizacijo takšnih donosov tudi v prihodnje. Zaradi narave delovanja kapitalskih trgov in upravljanja premoženja, ki jo zaznamujeta predvsem volatilitnost na trgih in pogoste hitre in nepredvidljive spremembe v okolju, ki jih v času kreiranja ocene ni bilo mogoče predvideti, se lahko v obdobju spremljanja pojavijo odstopanja od predvidenih ciljev in ocen. Na podlagi ocene finančnega stanja kapitalskih trgov v letu 2020 Sklad opredeljuje možna odstopanja od posameznih ciljev in primerjalnih indeksov. Pri tem upošteva le odstopanja v negativno smer, ko bi Sklad ustvaril nižji donos od posameznega merila uspešnosti v istem merjenem obdobju.

Tabela 10: Odstopanja od kriterijev

Kriterij	Možna odstopanja navzdol od posameznega kriterija (v bazičnih točkah (bt) od dejanskega donosa)
Benchmark	od 0 do 150 bt
Povprečna letna donosnost 10-letnih državnih obveznic v državah z evrsko valuto	od 0 do 100 bt
Donosnost primerljivih skladov	od 0 do 150 bt
Minimalna zajamčena donosnost	od 0 do 100 bt

3 UPRAVLJANJE IN MERJENJE TVEGANJ

Pri obvladovanju naložbenih tveganj bo Sklad spoštoval načelo razpršenosti naložb. Pri upravljanju pa se bo srečeval s številnimi tveganji kot so tržno, kreditno, likvidnostno, obrestno, valutno in operativno tveganje.

Tržno tveganje

Tržno tveganje je tveganje finančne izgube zaradi spremembe tržnih pogojev. Z naložbami v vrednostne papirje je Sklad izpostavljen nihanju vrednosti teh naložb in posledično nihanju vrednosti finančnega portfelja, katerega vrednost se lahko poveša ali zniža. Najpogostejši dejavniki tržnega tveganja so povezani s spremembami obrestnih mer, tečajev ipd., kot posledica ekonomskih in političnih sprememb ali »neracionalnih« pričakovanih ekonomskih subjektov. Različne vrste naložb (obveznice, delnice, valutna izpostavljenost ipd.) so podvržene različnim dejavnikom tržnega tveganja. Tržno tveganje se meri z redno dnevno analizo izpostavljenosti do različnih faktorjev tržnega tveganja, predvsem cene vrednostnega papirja in obrestnih mer. Tveganje se obvladuje tako, da se sledi čim večji razpršenosti naložb ter upošteva vrednost kazalnika VaR (po različnih časovnih obdobjih).

Likvidnostno tveganje

Likvidnostno tveganje je tveganje, da Sklad zaradi omejene likvidnosti naložb na trgu vrednostnih papirjev s posamezno naložbo bodisi ne more trgovati oziroma lahko z njo trguje le po občutno slabših pogojih (zlasti cenovnih) od tistih, po katerih so bile te naložbe ovrednotene. Likvidnostno tveganje je tudi tveganje ali nevarnost neusklajene likvidnosti oziroma neusklajenosti med dospelimi sredstvi in obveznostmi, kar lahko povzroči likvidnostne probleme, torej pomanjkanje denarnih sredstev za poravnavanje zapadlih obveznosti na določen dan. Likvidnostno tveganje se blaži preko uravnavanja likvidnosti naložb Sklada, (likvidnost se meri z velikostjo izdaje in razmikom med nakupno in prodajno ceno), upoštevanja likvidnosti kapitalskega trga, hkrati pa se spremlja tudi dinamiko prilivov in odlivov sredstev iz portfelja. Pri uravnavanju likvidnostnega tveganja je zelo pomembno pravočasno poznavanje odlivov iz Sklada (časovna

opredelitev glede aktivnosti na področju ravnanja z radioaktivni odpadki in izrabljenim gorivom ter razgradnjo Nuklearne elektrarne Krško).

Obrestno tveganje

Obrestno tveganje je tveganje spremembe portfelja zaradi sprememb v obrestnih merah. Obrestnemu tveganju so podvržene naložbe v obveznice. Izpostavljenost portfelja temu tveganju je izjemna, saj mora Sklad 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 vrednost dolžniških naložb 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.

Valutno tveganje

Valutno tveganje pomeni tveganje spremembe vrednosti naložb in portfelja zaradi spremembe deviznega tečaja. Skladno z Naložbeno politiko bo lahko največ 15 % portfelja Sklada naloženega v drugih valutah, od tega pa najmanj 70 % v naložbah z ameriško valuto (USD). Večina naložb v ETF sklade je izvršena v USD, saj je dolarski trg ETF skladov najbolj likviden in ponuja največji nabor možnosti, ki jih Sklad uporablja za doseganje donosa in razpršenosti naložb. Valutno tveganje portfelja merimo dvoplastno, in sicer preko spremljanja deleža naložb v tuji valuti in preko simulacij učinkov sprememb vrednosti portfelja ob različnih tečajih dolarja.

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 je, da se izognemo nastanku kreditnega dogodka. Za doseg tega so sredstva Sklada naložena v naložbe izdajateljev z ustrezno visoko bonitetno oceno; zanje velja, da je verjetnost nastanka kreditnega dogodka minimalna. Skladno z Naložbeno politiko je Sklad zavezan kupovati obveznice, ki dosegajo investicijsko raven. Pri tem bo Sklad uporabljal izključno bonitetne ocene mednarodno priznanih bonitetnih hiš: **Standard & Poor's**, **Moody's Investors Service** in **Fitch Ratings**. Skladno z mednarodno prakso se šteje, da je posamezna naložba dosegla investicijsko raven takrat, ko jo v naložbeni razred uvrstita dve od treh bonitetnih agencij. Sklad si pridržuje pravico, da upošteva strožji kriterij, da morajo biti ocene vseh treh agencij postavljene v investicijski razred. Obveznice, ki ne izpolnjujejo tega pogoja, je možno kupovati le pod pogoji in na način, ki jih predpisuje veljavna naložbena politika.

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

4 ZAKLJUČEK

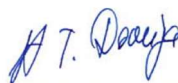
Naložbena politika Sklada za leto 2020 je pripravljena v skladu z veljavno zakonodajo, podzakonskimi in drugimi akti, ki urejajo delovanje Sklada. Tudi v letu 2020 bo Sklad izvajal konservativno naložbeno politiko. Primarni cilj, ki ga bo Sklad zasledoval v letu 2020, je ohranjanje vrednosti naložb Sklada. Pri izvajanju Naložbene politike bo sledil zastavljenim naložbenim načelom: načelu varnosti, razpršenosti, likvidnosti in donosnosti.

Načrtovano Naložbeno politiko bo Sklad realiziral:

- z aktivnim upravljanjem premoženja Sklada,
- z aktivnim spremljanjem vseh tveganj v povezavi s portfeljem Sklada in
- z upoštevanjem vseh štirih načel upravljanja (varnost, razpršenost, likvidnost in donosnost finančnih naložb Sklada).

Pri pripravi Naložbene politike je Sklad izhajal iz veljavne statusne organiziranosti Sklada kot samostojne pravne osebe, ustanovljene po posebnem zakonu in zakonskih predpisov, podzakonskih in drugih aktov, ki urejajo delovanje Sklada.

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



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