



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 2014

(Predlog)

Predlog Naložbene politike Sklada za leto 2014:

Sprejel Upravni odbor Sklada na 17. redni seji dne 21. 1. 2014

Poslano Vladi Republike Slovenije v soglasje dne 27. 1. 2014

Predlog Naložbene politike Sklada za leto 2014

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

1.	UVOD.....	1
1.1.	Zakonske podlage pri nalaganju sredstev	1
1.2.	Makroekonomske napovedi in gibanja za leto 2014	1
1.3.	Naložbena dejavnost Sklada	3
2.	NALOŽBENA POLITIKA.....	5
2.1.	Naložbeni cilji	5
2.2.	Prilagoditev strukture portfelja	6
2.3.	Izpostavljenost in omejitve naložb	6
2.4.	Naložbeni proces	7
2.5.	Merila uspešnosti (Benchmark)	9
2.6.	Merila donosnosti naložb	9
3.	UPRAVLJANJE IN MERJENJE TVEGANJ.....	10
3.1.	Vrsta tveganj	10
3.2.	Merjenje tveganja	11
4.	ZAKLJUČEK.....	12

1. UVOD

1.1. Zakonske in strokovne podlage pri nalaganju sredstev

Pri pripravi Naložbene politike Sklada za financiranje razgradnje NEK in za odlaganje radioaktivnih odpadkov iz NEK za leto 2014 je Sklad za financiranje razgradnje NEK in za odlaganje radioaktivnih odpadkov iz NEK (v nadaljevanju: Sklad) upošteval naslednje zakonske in strokovne podlage:

- ✓ Zakon o Skladu za financiranje razgradnje Nuklearne elektrarne Krško in odlaganje radioaktivnih odpadkov iz Nuklearne elektrarne Krško (Uradni list RS, št. 75/94 ter spremembe in dopolnitve št. 24/03, 47/03 – UPB, 68/08 in 77/08 ZJS-1; v nadaljnjem besedilu: ZSFR),
- ✓ Zakon o varstvu pred ionizirajočimi sevanji in jedrski varnosti (Uradni list RS št. 102/04 – uradno prečiščeno besedilo in 70/08 – ZVO-1B, 60/2011),
- ✓ Zakon o javnih financah (Uradni list RS, št. 79/99, 124/00, 79/01, 30/02, 110/02-ZDT-B, 56/02-ZJU, 127/06-ZJZP, 14/07-ZSPDPO, 109/2008, 49/2009, 38/10, 107/10, 110/11, 104/12, 46/13, 82/13, 101/13 in 101/13),
- ✓ Program razgradnje NEK in odlaganja nizko in srednje radioaktivnih odpadkov in izrabljenega jedrskega goriva (izdelan skladno z zahtevami 10. člena Pogodbe med Vlado Republike Slovenije in Vlado Republike Hrvaške o ureditvi statusnih in drugih pravnih razmerij, povezanih z vlaganjem v NEK, njenim izkoriščenjem in razgradnjo (Ur. l. RS 23/2003),
- ✓ Veljavni Statut Sklada.
- ✓ Revizijsko poročilo Računskega sodišča Republike Slovenije »Zagotavljanje sredstev za razgradnjo Nuklearne elektrarne Krško in za odlaganje radioaktivnih odpadkov iz Nuklearne elektrarne Krško« (avgust 2011),
- ✓ Odzivno poročilo Sklada za financiranje razgradnje NEK in za odlaganje radioaktivnih odpadkov iz NEK na revizijsko poročilo Računskega sodišča Republike Slovenije (november 2011),
- ✓ Odzivno poročilo Vlade Republike Slovenije na revizijsko poročilo Računskega sodišča Republike Slovenije.

1.2. Makroekonomske napovedi in gibanja za leto 2014

Gospodarska rast in zaposlenost

Leto 2013 je bilo na kapitalskih trgih zelo uspešno za delniške naložbe, medtem ko so obvezniški trgi večinoma končali z negativnim donosom. Trgi so bili v prvi polovici leta še pod vplivom reševanja evrske krize. Tako se je konec marca razplamtela kriza na Cipru, medtem ko se je v drugi polovici leta največ govorilo o postopnem zaostrovanju monetarne politike v ZDA oziroma o postopnem opuščanju programa kvantitativnega sproščanja.

V Sloveniji se je skozi celo leto ugibalo o težavah v slovenskih državnih bankah oz. o velikosti slabih posojil in posledično o potrebni dokapitalizaciji bank v državni lasti. Donos na slovenske državne obveznice se je odzival tako na dogajanje na tujih trgih (kriza na Cipru), kot tudi na informacije o slabem stanju v slovenskih bankah ter slabe napovedi za rast bruto domačega proizvoda.

Gospodarska rast na globalni ravni bo po napovedih OECD v letu 2014 znašala 2,3% (države OECD). Na razvitih trgih bodo po napovedih najvišjo rast zabeležili v ZDA (2,9%), medtem ko bo rast na Japonskem 1,5%, v Evropski uniji pa 1,0%. V ZDA se nadaljuje trend zniževanja ravni nezaposlenosti, ta se trenutno nahaja na ravni 7,0%, kar pa je še vedno precej nad ravnijo izpred finančne krize v letu 2008. Nezaposlenost v Evropski uniji ostaja na visokem nivoju (12,3%), prav tako kot napovedi za rast BDP-ja pa je stopnja nezaposlenosti izrazito neenakomerno porazdeljena po državah članicah. V prvi skupini so države, ki so v preteklosti uspešno izpeljale strukturne reforme in v obdobju po finančni krizi dosegajo solidno rast BDP-ja (Nemčija in Avstrija ter še nekatere severnoevropske države), v drugo skupino pa lahko uvrstimo države, ki so zaradi težav s prezadolženostjo in strukturnih težav še vedno v recesiji oz.

komaj dosegajo pozitivno rast BDP-ja (Grčija, Ciper, Portugalska, Španija, Slovenija). Za pozitivno napoved rasti BDP-ja je najbolj zaslužna Nemčija. Kljub pozitivni napovedi za leti 2014 in 2015 pa bo gospodarska rast v precejšni meri odvisna tudi od okrevanja na trgih v razvoju, ter odločitve ameriške centralne banke glede izstopa iz programa kvantitativnega sproščanja QE3.

Inflacijska pričakovanja

Inflacijska pričakovanja za leto 2014 ostajajo na razvitih trgih na relativno nizki ravni, in sicer 1,6% (ZDA) oz. 1,2% (EMU). Tudi napovedi za leto 2015 ostajajo na podobno nizki ravni, in sicer 1,8% (ZDA) in 1,2% (EMU). Inflacijska pričakovanja so se nekoliko znižala tudi v državah v razvoju. Centralne banke so se v preteklosti (2010/2011) odzvale z zviševanjem temeljne obrestne mere (Kitajska, Brazilija, Indija), na Kitajskem in v Braziliji tudi dodatno z ohlajevanjem kreditne dejavnosti (povečevanje obveznih rezerv). Najbolj so se inflacijska pričakovanja dvignila na Japonskem, kjer centralna banka od lanskega decembra vodi zelo ekspanzivno monetarno politiko, s ciljem, da bi po dveh desetletjih deflacije in nizke gospodarske aktivnosti ponovno dvignila rast BDP-ja.

Tabela 1: Makroekonomske napovedi OECD za leta 2013, 2014 in 2015

	2013	2014	2015	2013	2014				2015				2013	2014	2015	
				Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4		Q4 / Q4	
Per cent																
Real GDP growth																
United States	1.7	2.9	3.4	2.8	2.1	3.0	3.1	3.3	3.3	3.4	3.5	3.5	3.5	2.1	3.2	3.5
Euro area	-0.4	1.0	1.6	0.5	0.8	1.0	1.2	1.3	1.5	1.6	1.7	1.8	1.9	0.4	1.3	1.8
Japan	1.8	1.5	1.0	1.9	3.0	3.1	-2.9	1.2	1.2	1.5	1.7	1.8	-2.2	3.2	0.6	0.7
Total OECD	1.2	2.3	2.7	2.0	2.2	2.5	2.0	2.5	2.6	2.8	2.8	2.9	2.5	1.9	2.4	2.8
China	7.7	8.2	7.5											8.0	7.8	7.4
Inflation¹																
year-on-year																
United States	1.2	1.6	1.8	1.1	1.1	1.3	1.8	1.7	1.8	1.8	1.8	1.8	1.9			
Euro area	1.4	1.2	1.2	1.3	1.1	1.2	1.4	1.2	1.2	1.2	1.2	1.3	1.3			
Japan	0.2	2.3	1.8	0.9	0.9	1.0	3.1	2.5	2.7	2.9	0.9	1.0	2.4			
Total OECD	1.5	1.9	2.0	1.6	1.5	1.6	2.0	1.9	2.0	2.0	1.9	1.9	2.1			
China	2.5	2.4	2.4	2.6	2.6	2.3	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4			
Unemployment rate²																
United States	7.5	6.9	6.3	7.3	7.2	7.1	7.0	6.8	6.7	6.5	6.4	6.2	6.1			
Euro area	12.0	12.1	11.8	12.1	12.1	12.2	12.2	12.1	12.1	12.0	11.9	11.8	11.7			
Japan	4.0	3.9	3.8	4.0	3.9	3.9	3.9	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8			
Total OECD	8.0	7.8	7.5	8.0	8.0	7.9	7.9	7.8	7.7	7.7	7.6	7.5	7.4			
World trade growth																
	3.0	4.8	5.9	2.3	4.2	5.1	5.4	5.7	5.8	6.0	6.0	6.1	6.1	3.7	5.5	6.0
Current account balance³																
United States	-2.5	-2.9	-3.1													
Euro area	2.6	2.6	2.8													
Japan	0.9	1.2	1.5													
Total OECD	-0.2	-0.2	-0.2													
China	2.3	1.5	1.5													
Fiscal balance³																
United States	-6.5	-5.8	-4.6													
Euro area	-2.9	-2.5	-1.8													
Japan	-10.0	-8.5	-6.8													
Total OECD	-4.8	-4.0	-3.2													
China	-0.9	-0.6	-0.6													
Policy interest rate																
United States	0.3	0.3	0.7	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.5	0.8	1.3			
Euro area	0.6	0.3	0.3	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3			
Japan	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1			

Vir: OECD Economic Outlook

Tveganja v letu 2014

Dogajanje v slovenskem bančnem prostoru je dodobra zaznamovalo leto 2013. Napovedani prenos slabih posojil na slabo banko, ki jih je vlada načrtovala v začetku junija, so bili zaradi zahtev Evropske komisije prestavljeni na konec leta. Evropska komisija je pred odobritvijo prenosov na slabo banko zahtevala

temeljite stresne teste v največjih slovenskih bankah. Rezultati stresnih testov in posledično potrebna dokapitalizacija državnih bank pa bo v veliki meri odgovorila na vprašanje ali Slovenija potrebuje zunanjo pomoč. Glede na slabe napovedi za gospodarsko rast v letih 2014 in 2015, lahko tudi v letu 2014 pričakujemo večjo volatilnost na trgu slovenskih državnih in korporativnih vrednostnih papirjev.

Ključno tveganje v letu 2014 predstavlja napoved ameriške centralne banke o postopnem umiku programa kvantitativnega sproščanja QE3. Prva napoved o postopnem opuščanju programa (Tapering) je v juniju 2013 na trgih povzročila precejšnjo volatilnost tako na delniških trgih kot na trgih državnih obveznic. Donos na 10-letno ameriško državno obveznico se je dvignil na raven 2,8%, še bolj pa je napoved prizadela trge v razvoju. Na teh trgih smo tako zabeležili padce vrednosti valut kot tudi višanje donosov na državne obveznice ter visoko volatilnost na delniških trgih.

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

1.3. Naložbena dejavnost Sklada

Sklad bo v letu 2014 nadaljeval s konzervativno naložbeno politiko. Zaradi nevarnosti ponovne zaostitve evropske dolžniške krize, se bo osredotočal predvsem na naložbe, ki imajo visoko boniteto, to je naložbeni razred "investment grade": od AAA/Aaa do BBB-/Baa3. V primeru reinvestiranja naložbe bo posegal tudi po obveznicah držav z bonitetno oceno do najmanj BB+/Ba1, če bodo napovedi za posamezno državo stabilne in se v nadaljnjem obdobju ne pričakuje znižanje njihovih ocen.

Tabela 2: Pregled bonitetnih razredov po posameznih agencijah

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

Sklad bo prosti finančni potencial v letu 2014 investiral v nove finančne naložbe, del sredstev pa bo reinvestiral v bančne depozite oz. instrumente denarnega trga. Prizadeval si bo za zagotovitev čim večje varnosti celotnega finančnega portfelja Sklada, tako da bo v letu 2014 večino teh sredstev investiral v

vrednostne papirje držav članic EU in OECD z visoko mednarodno kreditno oceno. Pri investiranju v državne vrednostne papirje bo pozoren na to, da bodo naložbe tudi v najvišjem naložbenem razredu z oznako AAA pa do vsaj A3/A., oz. da bodo naložbe v državne vrednostne papirje enakomerno porazdeljene po bonitetnih ocenah do meje naložbenega razreda (v primeru stabilnih napovedi za posamezno državo tudi do ocene BB+/Ba1¹). Sklad bo naložbe v portfelju, ki imajo bonitetno oceno na meji naložbenega razreda, posebej pozorno spremljal ter v primeru slabih napovedi za posamezno državo predlagal odprodajo posamezne naložbe.

V nadaljevanju je prikazana ciljna struktura finančnega portfelja Sklada za leto 2014. Gre za strukturo naložb, ki temelji na stanju finančnega portfelja na dan 30. 11. 2013.

Tabela 3: Ciljna struktura portfelja Sklada za leto 2014

Naložbeni razred	Stanje v EUR na dan 30.11.2013	Delež v % na dan 30.11.2013	Ciljna struktura v % za leto 2014
Državne obveznice	70.983.247,49	41,66%	od 30% do 60%
Obveznice v 100% državni lasti	20.539.879,65	12,05%	od 10% do 20%
Skupaj državni VP	91.523.127,14	53,71%	od 40% do 65%
Podjetniške/korporativne obveznice	7.426.472,45	4,36%	od 2% do 7%
Vz. skladi (več kot 50% obv.) in ETF - ji	6.495.040,82	3,81%	od 5% do 15%
Obveznice ban/finančnih izdajateljev	7.304.029,92	3,61%	od 0% do 5%
Skupaj podjetniške obveznice	20.069.291,27	11,78%	od 5% do 20%
Depoziti, potrdila o vlogah, MM skladi	34.874.340,80	20,47%	od 0% do 20%
SKUPAJ DOLŽNIŠKI VP	146.466.759,21	85,96%	od 70% do 100%
Vz. skladi (delniški, mešani skl.) in ETF-ji	21.256.038,35	12,47%	od 0% do 25%
Delnice	2.674.105,10	1,57%	od 0% do 5%
Alternativne naložbe			od 0% do 2%
SKUPAJ LASTNIŠKI VP	23.930.143,45	14,04%	od 0% do 30%
PORTFELJ SKUPAJ	170.396.902,66	100,00%	100,00%

Ciljno razmerje dolžniških in lastniških naložb naj bi bilo 70/30. Razporeditev sredstev po posameznih naložbenih razredih preko leta bo odvisna od makroekonomskih razmer in stanja na finančnih trgih.

Naložbena politika Sklada bo v letu 2014 podrejena taktični alokaciji sredstev po posameznih naložbenih razredih, pri kateri bodo upoštevana dolgoročna izhodišča in omejitve pri investiranju sredstev (naložbena pravila). Zato bo ciljna struktura premoženja Sklada sledila optimalni sestavi premoženja v luči doseganja najvišje možne donosnosti, ob še sprejemljivi izpostavljenosti tveganju in ob upoštevanju tržnega okolja.

V letu 2014 bomo v naložbeni politiki uvedli nov naložbeni razred – alternativne naložbe. Alternativne naložbe zajemajo sklade privatnega kapitala (Private Equity), sklade absolutnega donosa (Absolute Return), nepremičninske sklade (REIT). Sklad trenutno nima naložb v tem naložbenem razredu, z uvedbo novega naložbenega razreda pa želimo predvsem diverzificirati trenutno alokacijo po naložbenih razredih.

¹ Sklad bo pri nakupu državnih in korporativnih obveznic kupoval le obveznice z boniteto vsaj "investment grade – naložbeni razred". V primeru, da boniteta posamezne obveznice v portfelju Sklada pade pod naložbeni razred, pa naložbo pozorno spremljal ter se glede na napovedi odločal o odprodajo obveznice.

2. NALOŽBENA POLITIKA

2.1. Naložbeni cilji

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

Primarni naložbeni cilj, ki ga bo Sklad prvenstveno zasledoval, je ohranjanje vrednosti sredstev Sklada. V skladu z naložbenimi cilji Sklada ter Programom razgradnje NEK in odlaganja nizko in srednje radioaktivnih odpadkov in izrabljenega jedrskega goriva, si Sklad od leta 2004 naprej prizadeva za doseganje povprečnega letnega donosa svojega portfelja v višini 4,29%. Na Skladu se zavedamo, da je glede na predlagano ciljno strukturo Sklada za leto 2014, doseganje te donosnosti težko uresničljiv cilj.

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

Priprava Naložbene politike Sklada za leto 2014 izhaja predvsem iz naslednjih ciljev:

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

Pri upravljanju finančnega premoženja bo Sklad upošteval naslednja načela:

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

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

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

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

Pomemben poslovni cilj poslovanja Sklada v letu 2014 je namenska poraba finančnih sredstev za opravljanje dejavnosti:

- ✓ financiranje priprave in izvedbe projektov za varno in končno odlaganje izrabljenega goriva in radioaktivnih odpadkov iz NEK,
- ✓ financiranje priprave in izvedbe projekta za varno razgradnjo NEK,
- ✓ plačilo nadomestil za omejeno rabo prostora za odlagališče za izrabljeno jedrsko gorivo ali visoko radioaktivne odpadke in za odlagališče za nizko ali srednje radioaktivne odpadke iz NEK

- ✓ lokalnim skupnostim, skladno z Uredbo o merilih za določitev višine nadomestila zaradi omejene rabe prostora na območju jedrskega objekta (Ur. list RS št. 134/03 in 100/08),
- ✓ financiranje storitev ARAO za izvajanje obvezne državne gospodarske javne službe varstva okolja, za ravnanje z radioaktivnimi odpadki iz NEK in njihovo odlaganje, za obdelavo radioaktivnih odpadkov in izrabljenega goriva iz NEK pred odlaganjem ter za odlaganje radioaktivnih odpadkov in izrabljenega goriva iz NEK,
- ✓ pokrivanje tekočih stroškov poslovanja Sklada.

2.2. Prilagoditev strukture portfelja Sklada Naložbeni politiki za leto 2014

Glede na predlagano Naložbeno politiko Sklada za leto 2014 (glede na ciljno razporeditev po naložbenih razredih ter upoštevajoč naložbena pravila), lahko ugotovimo nekaj odstopanj oz. neustreznih naložb. Sklad si je v letu 2013 prizadeval za odprodajo teh naložb (obveznice DZS2 podrejene obveznice slovenskih bank), vendar te naložbe zaradi nelikvidnosti še ostajajo v portfelju Sklada. V letu 2014 bomo nadaljevali z aktivnostmi za odprodajo naložb, ki ne ustrezajo kriterijem naložbene politike in ne sodijo v portfelj Sklada.

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

- ✓ Sklad ima naložbe v netržnih vrednostnih papirjih (delnice elektro podjetij, obveznice DZS2) v višini 3,6% portfelja,
- ✓ podrejene obveznice slovenskih bank, ki jih zaradi nelikvidnosti nismo uspeli odprodati v obdobju 2012/2013 (FB09, BCE12). Sklad podrejene obveznice slovenskih bank vrednoti tržno.

Pri prilagajanju portfelja Sklada je potrebno izpostaviti, da gre pri zgoraj omenjenih naložbah za dolgoročneje odmike od naložbene politike Sklada. Teh naložb na kratek rok ne bo mogoče prodati.

2.3. Izpostavljenost in omejitve naložb po naložbenih razredih

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

Tabela 4: Vrednost posameznih vrst naložb v letu 2014 ne sme presegati naslednjih omejitev

Vrsta naložbe	Največji dovoljeni delež pri posam. izdajatelju od skupnih sredstev Sklada	Največji dovoljeni delež pri posam. vrednostnem papirju od skupnih sredstev Sklada
DOLŽNIŠKI VRED. PAPIRJI		
Državne obveznice ²	30%	10%
Obveznice izd. v 100% državni lasti	7%	5%
Podjetniške/korporativne obveznice	2%	2%
Obveznice bank/finančnih izdajateljev	3%	2%
Vz. skl. z več kot polovico v dolž. nal.	10%	2%
Depoziti in CD-ji bank	15%	-
Zakladne menice ²	30%	5%
LASTNIŠKI VRED. PAPIRJI		
ETF-ji (deln.), VS (deln. in meš. skl.)	7%	1,5%
Alternativne naložbe	2%	1%
Delnice	0,5%	0,5%

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

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

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

Sklad sredstev ne bo vlagal v naslednje finančne instrumente:

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

2.4. Naložbeni proces

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

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

- ✓ Pri izbiri državnih dolžniških vrednostnih papirjev držav članic EU in OECD, tujih in domačih podjetniških obveznic in obveznic bančnih oziroma finančnih inštitucij, bo Sklad upošteval mednarodno bonitetno oceno izdajatelja, ki ne sme biti nižja³ od BBB-/Baa3, po oceni bonitetnih hiš; **Standard Poor's**, **Fitch** in **Moody's** oz v primeru različnih ocen **Bloomberg Composite** ocene.
- ✓ Pri naložbah v depozite in potrdila o vlogi bo Sklad nalagal v banke, ki so prisotne na slovenskem trgu in so pod nadzorom Banke Slovenije. Pri naložbah v tuje banke bo Sklad upošteval, da so banke pod nadzorom EBA (European Banking Authority), oz. imajo ustrezen rating (Investment grade - S&P, Moody's, Fitch);
- ✓ Pri nalaganju sredstev v vzajemne sklade in ETF-je, bo Sklad vršil primerjavo uspešnosti primerljivih skladov in se odločal za naložbo v najuspešnejše sklade.

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

Tabela 5: Omejitve pri vlaganju po naložbenih razredih

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

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

Tabela 6: Kriteriji za izbor naložb

Vrsta naložbe	Kriteriji za izbor naložb
Državne obveznice	Analiza zadolženosti (kreditna matrika), makroekonomske napovedi, trajanje, donos
ETF-ji (100% dr. V.P.)	Tracking error ⁸ , upravljalska provizija
Obveznice izd. v 100% državni lasti	Enako kot za državne obveznice
Podjetniške/korporativne obv.	Analiza posl. posam. izd./kred. matrika, trajanje, donos
Vz.skl. (več kot 50% obv.,MM), ETF-ji	Tracking error, upravljalska provizija
Obveznice bank/finančnih izdajateljjev	Analiza posl. posam. izd./kred. matrika, trajanje, donos
Vz. skl.(lastniški mešani), ETF-ji	Tracking error, upravljalska. provizija
Depoziti	Donos, boniteta banke, razpršenost
CD-ji	Donos, boniteta banke, razpršenost
Alternativne naložbe ⁹	
Delnice	Analiza poslovanja, analiza primerljivih podjetij (RV)

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

⁵ Naložbena politika posameznega sklada/ETF-ja lahko zajema tudi naložbe v obveznice, ki niso naložbeni razred (High Yield, EM Bonds), vendar skupna vrednost naložb v te sklade ne sme presegati 10% skupnega portfelja Sklada

⁶ Komercialne izdaje

⁷ Kriterije za alternativne naložbe bomo na Skladu predstavili v začetku leta 2014. Kriteriji za izbor naložb bodo obravnavani na Upravnem odboru Sklada.

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

⁹ Kriterije za alternativne naložbe bomo na Skladu predstavili v začetku leta 2014. Kriteriji za izbor naložb bodo obravnavani na Upravnem odboru Sklada.

2.5. Merila uspešnosti (Benchmark)

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

Tabela 7: Primerjani indeksi po posameznih naložbenih razredih

Vrsta naložbe	Primerjani indeks ¹⁰
DOLŽNIŠKI VREDNOSTNI PAPIRJI	
Državne obveznice	IBOXX sov. Eurozone TR indeks
Obveznice izdajateljev v 100% državni lasti	IBOXX sov. Eurozone TR indeks
Podjetniške/korporativne obveznice	IBOXX liquid corporat
Vzajemni skladi z več kot polovico v dolžniških naložbah	IBOXX liquid corporat
Obveznice bank/finančnih izdajateljev	IBOXX liquid corp. 100 finan. sub index
Depoziti in CD-ji bank	IBOXX sov. Eurozone 1-3 TR indeks
Zakladne menice	IBOXX sov. Eurozone 1-3 TR indeks
LASTNIŠKI VREDNOSTNI PAPIRJI¹¹	MSCI World Index

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

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

2.6. Merila donosnosti naložb

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

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

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

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

¹¹ Vključno s strukturiranimi produkti

3. UPRAVLJANJE IN MERJENJE TVEGANJ

3.1. Vrste tveganj

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

o Tržno tveganje

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

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

o Likvidnostno tveganje

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

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

o Obrestno tveganje

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

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

o Valutno tveganje

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

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

o Kreditno tveganje

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

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

o Operativna tveganja

Operativno tveganje je tveganje nastanka izgube zaradi naslednjih okoliščin:

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

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

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

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

3.2. Merjenje tveganja

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

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

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

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

4. ZAKLJUČEK

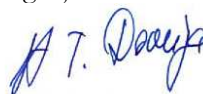
Naložbena politika Sklada za leto 2014 je pripravljena v skladu z veljavno zakonodajo, ki z omejitvami v vrste in obseg naložb opredeljuje najvišje stopnje tveganja. Sklad želi s konservativno Naložbeno politiko za leto 2014 doseči zastavljene cilje, predvsem pa ohranjati vrednost premoženja Sklada. Pri izvajanju Naložbene politike za leto 2014 bo Sklad sledil zastavljenim naložbenim načelom: načelu varnosti, razpršenosti, likvidnosti in donosnosti.

Zastavljeno Naložbeno politiko Sklada 2014 bomo realizirali:

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

Sklad je pri pripravi Naložbene politike Sklada za leto 2014 izhajal iz veljavne statusne organiziranosti Sklada kot samostojne pravne osebe, ustanovljene po posebnem zakonu.

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



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