



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 2021

(Predlog 3)

Predlog 1: Obravnaval Upravni odbor Sklada na 9. redni seji, 22. decembra 2020

Predlog 2: Obravnaval in sprejel Upravni odbor Sklada na 34. korespondenčni seji, 8. januarja 2021

Predlog 3: Obravnaval in sprejel Upravni odbor Sklada na 35. korespondenčni seji, 19. januarja 2021

Naložbena politika Sklada za leto 2021

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 2021	4
1.3 Usmeritve Sklada za leto 2021	8
2 NALOŽBENA POLITIKA	9
2.1 Naložbeni cilji	9
2.2 Ciljna struktura portfelja za leto 2021	10
2.3 Naložbe v netržne vrednostne papirje	12
2.4 Izpostavljenost in omejitve naložb po naložbenih razredih	12
2.5 Splošne omejitve pri vlaganju po naložbenih razredih	13
2.6 Merjenje donosa naložb	14
2.7 Kriteriji primerljivosti	14
2.8 Kriterij donosa Sklada	16
2.9 Odstopanja od kriterijev	17
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 2021:

- 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 2021, ki jo določi Ministrstvo za finance,
 - realni donos v višini 2,2 %, ki izhaja iz Tretje revizije Programa razgradnje NEK in Programa odlaganja radioaktivnih odpadkov in izrabljenega goriva iz NEK, ki ga je 14. julija 2020 potrdila Meddržavna komisija za spremljanje izvajanja BHRNEK.

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 2021 (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 odlaganja radioaktivnih odpadkov iz Nuklearne elektrarne Krško; ZSFR (Uradni list RS, št. 75/94 ter spremembe in dopolnitve št. 47/03 - uradno prečiščeno besedilo, 68/08, 77/08 - ZJS-1, 105/12 - ZSDH, 39/13 - ZSDH-A),
- Zakon o varstvu pred ionizirajočimi sevanji in jedrski varnosti (Uradni list RS št. 76/17, 26/19),
- Zakon o javnih finanah (Uradni list RS, št. 11/11 - uradno prečiščeno besedilo, 110/11 - ZDIU12, 104/12 - ZIPRS1314, 14/13, 46/13 - ZIPRS1314-A, 82/13 - ZIPRS1314-C, 101/13, 101/13 - ZIPRS1415, 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, 75/19 - ZIPRS2021, 36/20 - ZIUJP, 49/20 - ZIUZEOP, 61/20 - ZIUZEOP-A, 89/20, 133/20 - Rb2020, 175/20 - ZIUOPDVE, 174/20 - ZIPRS2122, 195/20 - odl. US),
- Zakon o ratifikaciji 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; BHRNEK (Uradni list RS – Mednarodne pogodbe, št. 5/03, 8/03),
- Tretja revizija Programa razgradnje NEK in Programa odlaganja radioaktivnih odpadkov in izrabljenega goriva iz NEK, ki ga je 14. julija 2020 potrdila Meddržavna komisija za spremljanje izvajanja BHRNEK; v nadaljnjem besedilu: Tretja revizija Programa razgradnje NEK (izdelan skladno z zahtevami 10. člena BHRNEK),
- Pravilnik o razčlenjevanju in merjenju prihodkov in odhodkov pravnih oseb javnega prava (Uradni list RS, št. 134/03, 34/04, 13/05, 114/06, 138/06, 120/07, 112/09, 58/10, 97/12, 100/15, 75/17, 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 2021

Gospodarska slika in obeti

V leto 2020 smo vstopili optimistično razpoloženi, saj je po dolgotrajnih pogajanjih med ZDA in Kitajsko le prišlo do podpisa prve faze sporazuma, kar je nakazovalo na prve zemetke konca trgovinske vojne med

svetovnima velesilama. Kapitalski trgi so sporazum sprejeli z odobravanjem in rastjo tečajev, ki se je nadaljevala do konca februarja, ko se je tudi v Evropi in ZDA pojavil novi koronavirus SARS-CoV-2 (covid-19) ter iz lokalnih epidemij dokaj hitro prerasel v pandemijo globalnih razsežnosti in povsem zasenčil preostanek leta. Za zajezitev širjenja pandemije koronavirusa so se države praviloma odzvale z zaustavitvijo javnega življenja, kar je širom sveta privedlo do najhujše recesije po drugi svetovni vojni z drastičnimi posledicami na vseh ravneh ekonomsko-družbenega dogajanja. Brezposelnost je skokovito narasla posebej v ZDA, medtem ko je bil v državah EU velik del zaposlenih na prisilnem čakanju. Borzni tečaji so strmoglavili. Sredi aprila se je prvič v zgodovini zgodilo, da se je nafta prodajala po negativni ceni; dno je dosegla 20. aprila, ko se je sodček zahodnoteksaške nafte WTI prodajal po ceni -37,63 dolarja. Jakost posledic koronavirusne pandemije je bila tolikšna predvsem zaradi kombinacije šoka s strani ponudbe kot posledice zaprtja industrijskih obratov, gospodarske aktivnosti in motenj oskrbovalnih poti, in šoka s strani povpraševanja, saj so karantene, zaprtja trgovskih in drugih obratov, pripeljale do drastičnega znižanja potrošniških aktivnosti ljudi, pri čemer je obstajalo še tveganje, da bo prišlo do finančnega šoka kot posledice likvidnostnih težav podjetij in motenj na kapitalskih trgih. Izredno obsežni spodbujevalni ukrepi politike in monetarnih oblasti so bili osredotočeni na zajezitev posledic omenjenih treh segmentov. Z zniževanjem obrestnih mer in obsežnimi emisijami denarja so centralne banke ohranjale monetarno in finančno stabilnost v okolju. Tako smo v ZDA namesto pričakovanih nadaljnjih dvigov videli dve znižanji, in sicer 3. marca iz 1,75 % na 1,25 % in nato še 16. marca iz 1,25 % na 0,25 %. Evropska centralna banka (ECB) je ohranila obrestne mere pri 0 %, depozitno pa pri -0,5 % in pognala 750 milijard evrov vreden izredni pandemični program odkupov obveznic (PEPP), ki ga je že junija povišala za dodatnih 600 milijard evrov. Za zagotovitev nemotenega delovanja kapitalskih trgov so centralne banke tudi razrahljale pogoje za odkup državnih obveznic. Povečanje negotovosti v evroobmočju je zahtevane donosnosti na evrske obveznice potisnila še globlje v negativno območje tudi na zelo dolgih ročnostih. 9. marca 2020, ko je bila negotovost v zvezi s krizo nekako na vrhuncu, je donosnost na 10-letno nemško državno obveznico znašala -0,858 %, medtem ko je donosnost na 30-letno obveznico znašala kar -0,49 %. V letu 2020 so se krivulje donosnosti še nekoliko znižale in postale izredno položne. Države so povečale agregatno potrošnjo z zadolževanjem, ki je po obsežnosti preseglo vse predhodne krize. V letu 2020 so se ekonomski kazalci skladno s potekom korona virusa poslabšali, v drugi polovici leta pa že nakazali znake okrevanja. Kljub vsemu analitiki ocenjujejo, da bo v evrskem območju zabeležen približno 7 % upad bruto domačega proizvoda (BDP) v letu 2020, inflacija pa naj bi dosegla negativno vrednost v višini -0,3 %. Na monetarnem področju smo se v letu 2020 še bolj oddaljili od dolgoročno vzdržnega stanja, zamaknili pa tudi predhodno predvideno časovnico normalizacije, medtem ko so svežnji državnih pomoči gospodinjstvom in gospodarstvu dvignili zadolženost posameznih držav.

V primerjavi z letom 2020 lahko v letu 2021 pričakujemo okrepljeno gospodarsko rast. V evrskem območju se ocenjuje, da bo rast BDP v letu 2021 znašala približno 5 %, v 2022 pa 3,5 %. Vse bolj postajajo realna pričakovanja glede okrevanja v obliki črke »V«. To pomeni, da si lahko po strmem padcu, do katerega je v 2020 privedlo zaprtje gospodarstev po svetu, v 2021 obetamo hitro okrevanje, ki ga povzroči ponovno odprtje gospodarstev, nadpovprečna rast pa se utegne nadaljevati tudi v 2022. Razlog za optimizem izhaja predvsem iz treh dejavnikov. Ustrezno nižjih izhodiščnih ravni BDP, do katerih je pripeljalo zaprtje gospodarstev, kar že samo po sebi predstavlja spodbudo za rast. Iz splošnega prepričanja, da bodo obsežni fiskalni in monetarni programi pomoči gospodarstvu prisotni tudi v letu 2021. Predvsem pa na račun iznajdbe cepiva, kar bo primarno prispevalo k hitrosti odprtja gospodarstva tudi v kritičnih sektorjih, ki jih je covid-19 najbolj prizadel, ob tem pa tudi k pozitivnemu vzdušju med ljudmi. Ob pozitivnem scenariju je pričakovati, da se bo velik del padca gospodarske aktivnosti in BDP nadomestil dokaj hitro po odpravi ukrepov, četudi bi predkrizne ravni utegnili doseči šele čez kakšno leto. Spodbudno je, da se problemi ne zdijo systemske narave, obljubljen pa je tudi popolna likvidnost finančnega sistema, tako da bo tudi kreditna aktivnost, ki je ključna za nemoteno delovanje gospodarstva, v prihodnje potekala nemoteno. Do rahlega zamika bi utegnili priti na strani povrnitve povpraševanja ljudi na normalno raven, kjer bo ključna povrnitev zaupanja potrošnikov, da je tradicionalno nakupovanje varno. Je pa za povrnitev zaupanja potrošnikov zelo pozitivna informacija o iznajdbi cepiva, ki bi utegnili spodbuditi rast potrošnje tudi v sektorjih, za katere so značilni obsežni in tesni kontakti med ljudmi, ki predstavljajo pomemben del preostale proizvodne vrzeli. Glede na nizka izhodiščna stanja in pričakovanja utegnejo biti stopnje rasti v določenih sektorjih izjemno visoke. Faktor tveganja je neučinkovitost cepiva in gromozanski dolg, ki so ga države akumulirale za

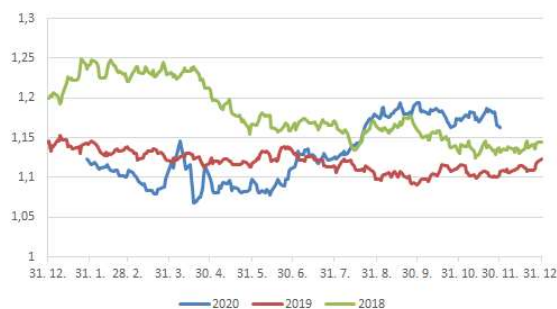
zajezitev posledic korona virusa, kar utegne vsaj srednjeročno povzročiti nestanovitnosti predvsem v segmentu državnih obveznic.

Izvolitev Joeja Bidna za novega predsednika ZDA utegne pozitivno vplivati na gospodarski proces predvsem ameriških partneric, še posebej Kitajske in držav EU, do katerih je bil odhajajoči predsednik Donald Trump dokaj neizpros. Ohranitev republikanske večine v senatu bi utegnulo preprečiti spremembo davčne politike v smeri višjih davkov, za kar si je Bidnova administracija močno prizadevala. Konec leta 2020 je predvideno tudi končanje prehodnega obdobja procesa brexita, kar bo sicer odpravilo negotovosti glede podpisa sporazuma z EU, bo pa vneslo negotovosti glede izvajanja sporazuma.

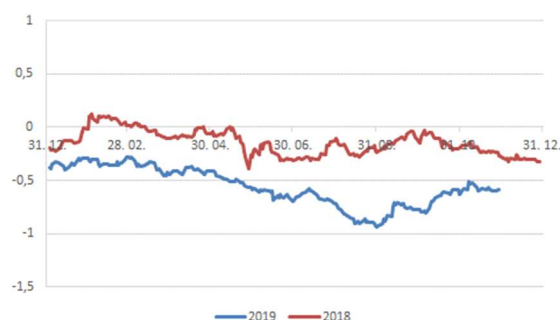
Slika 1: Inflacija v evroobmočju in ZDA ter razlika



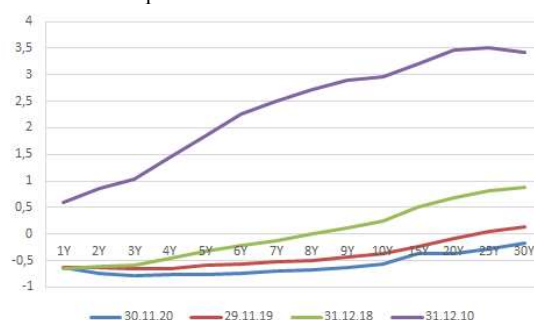
Slika 2: Gibanje tečaja EUR/USD



Slika 3: Donosnost 10-letnih nemških državnih obveznic v 2019 in 2020



Slika 4: Krivulje donosnosti nemških državnih obveznic na posamezen dan



Kapitalski trgi v letu 2021

V letu 2021 bodo kapitalski trgi tako ali drugače povezani s potekom koronavirusne pandemije. Pod budnim nadzorom kapitalskih trgov bo hitrost gospodarskega okrevanja, še bolj pa z njo povezane aktivnosti vlad posameznih držav in monetarnih oblasti. Slednje velja še toliko bolj, saj so od nastopa pandemije kapitalske trge poganjale predvsem aktivnosti centralnih bank, ki so v ekonomski sistem sproti dovajale svež denar. Na splošno ocenjujemo, da bo leto 2021 za vlagatelje v dolžniške vrednostne papirje zahtevno leto. V letu 2020 so se donosnosti do dosvetja na obveznice še dodatno znižale, pri čemer je med letom prišlo tudi do zblizovanja donosnosti med bonitetnimi razredi in tudi po ročnostih, kar še posebej v segmentu evrskih državnih obveznic omejuje možnosti za izbor ustreznih obvezniških naložb, ki bi v letu 2021 ustvarile pozitiven donos. Na drugi strani pa bo vsakršno mehčanje spodbujevalnih ukrepov, do česar bo ob gospodarskem okrevanju neizbežno prišlo, ustvarilo pritisk na rast obrestnih mer. Spodbudnejši so kazalci iz segmenta podjetniških obveznic, kjer so se donosnosti po občutnem skoku v marcu in aprilu preteklega leta kasneje sicer spustile, še vedno pa so v večini sektorjev tudi na krajših ročnostih pozitivne.

Glede na izhodiščne donosnosti do dosvetja, ki so v evro območju izrazito negativne tudi na dolgem roku, izrazito položne krivulje donosnosti ter na pričakovano postopno okrevanje gospodarstev v 2021, je pričakovati, da bodo državne obveznice v 2021 realizirale negativne donose. V letu 2020 je pandemija

koronavirusne bolezni še nekoliko znižala raven evrskih obrestnih mer, ki se ob nizki inflaciji že dlje časa nahajajo na izredno nizkih in negativnih ravneh, dodatno pa je znižala pribitke za tveganje in privedla do sploščevanja krivulj donosnosti. Trenutno stanje na evrskih kapitalskih trgih je pripeljalo do točke, ko je ob koncu novembra tudi donosnost na triletno grško državno obveznico dosegla negativno vrednost (-0,1 %). Glede na izredno negativne ravni obrestnih mer bi za doseg pozitivnega donosa v letu 2021 morale priti do nadaljnjih znižanj obrestnih mer, kar pa v trenutnem stanju, ko obrestne mere dosegajo svoje najnižje ravni in se vsled odkritja cepiva pričakuje gospodarsko okrevanje, ni realno pričakovati, četudi se inflacijske ravni v državah evroobmočja še vedno nahajajo občutno pod ciljno vrednostjo 2 %. Z okrevanjem gospodarstva in umirjanjem posledic korona virusa bo poenotilo tudi izvajanje epidemičnega programa (PEPP), ki se trenutno izvaja zelo obsežno, kar pomeni pritisk na rast obrestnih mer. Nenazadnje je v 2021 pričakovati, da bodo monetarne ukrepe do neke mere nadomestili fiskalni, tudi s strani Evropske komisije, kar utegne preko večje zadolženosti prav tako ustvariti pritisk na dvig obrestnih mer državnih obveznic. Pritisk na dvig obrestnih mer bi utegnil biti še toliko večji, če bi se ob tem epidemija končala bistveno prej od predvidevanj in bi bistveno hitreje prišlo do okrevanja gospodarstev.

Gospodarsko okrevanje bi lahko bilo spodbudno za podjetniške obveznice, saj se bo z izboljšanjem gospodarskega okolja zniževala premija za tveganje. Četudi so se pribitki za tveganje po celotnem bonitetnem spektru podjetniških obveznic znižali na obdobje pred virusom, je na trgu podjetniških obveznic v letu 2021 v splošnem pričakovati realizacijo pozitivnega donosa. Iznajdba cepiva proti virusu covid-19 in obsežne monetarne in fiskalne spodbude ustvarjajo zelo ugodno okolje za okrevanje gospodarstva v 2021, četudi ne odpravljajo vseh negotovosti. K pozitivnemu donosu v segmentu podjetniških obveznic utegnejo prispevati tudi donosnosti do dospelja, ki so pri podjetniških obveznicah še vedno pozitivne po večjem delu krivulj donosnosti in tudi krivulje donosnosti so v tem segmentu še dokaj strme. Faktor tveganja je poslabšanje gospodarskih razmer, ki bi privedlo do poslabšanja kreditnih razmer in rasti kreditnih pribitkov. Kot se je pokazalo na sredini prvega vala korona virusa v marcu in aprilu leta 2020, so kreditni trgi zelo občutljivi in odzivni na dogajanje okrog virusa. Tak scenarij je sicer manj verjeten. In tudi v primeru poslabšanja gospodarskega okolja je pričakovati aktivno politiko centralnih bank v smislu okrepljenega procesa monetarnega sproščanja in odkupa obveznic. Še največ negotovosti predstavlja segment obveznic visokih donosnosti, saj so se pribitki za tveganje v letu 2020 znižali na rekordno nizke ravni, kar odraža izrazito pozitivna pričakovanja vlagateljev glede kreditnega tveganja v tem najbolj tveganem segmentu obvezniških naložb.

Na delniških trgih so pričakovanja analitikov različna, saj se navkljub šibkim gospodarskim kazalcem le-ti nahajajo na svojih vrhovih, oziroma blizu svojih vrhov, kar povečuje tveganje za korekcijo. V letu 2020 so se cene delnic povsem odmaknile od gospodarskih fundamentov, ampak so sledile obsežnim finančnim spodbudam monetarnih politik, tj. dotoku novega denarja. Rast je bila še posebej intenzivna v tehnološkem sektorju, ki mu je bilo ob povečani likvidnosti okolje »ostani-doma-gospodarstva« tudi najbolj naklonjeno. Predvideno okrevanje gospodarstva, iznajdba cepiva in nadaljevanje programov pomoči utegne imeti pozitiven vpliv na delniške trge, četudi je vprašanje, kolikšen del pozitivnih pričakovanj je že vgrajen v cene. Izvolitev Joeja Bidna za ameriškega predsednika utegne pomeniti spodbudo predvsem za neameriške delniške trge, saj se pričakuje, da si bo Bidnova administracija prizadevala za izboljšanje odnosov z ameriški trgovinskimi partnericami, predvsem z EU in Kitajsko, ki sta bili pod predsedovanjem Donalda Trumpa pod nenehnim pritiskom raznih gospodarskih ukrepov in carin. Ob domnevi, da bo senat ostal pod nadzorom republikancev, bi se napovedani dvig davkov utegnil zamakniti, kar je ponovno spodbudno za kapitalske trge. Na drugi strani je Covid-19 povzročil sektorsko razdvojenost, kar pomeni večji potencial za rast delnic v sektorjih, ki jih je Covid-19 najbolj prizadel. Vprašanje je, kako se bosta na stanje normalizacije gospodarske aktivnosti, ki je predvidena v letu 2021, odzvala sektorja tehnologije in informacijske tehnologije, ki jima je bilo obdobje »ostani-doma« gospodarske aktivnosti zelo naklonjeno in sta iz njega izšla kot zmagovalca in jima obdobje normalizacije ne bo več tako naklonjeno. Za trenutna vrednotenja se zdi, da so zgrajena na zelo optimističnih scenarijih in vprašanje je, ali bodo delnice iz omenjenih sektorjev lahko upravičevale visoka vrednotenja tudi v pokoronskem času. Vprašanje je tudi, kako se bodo delniški trgi odzvali na zmanjšan obseg monetarnih spodbud.

Na trgu valut se zdi, da je prihodnost bolj naklonjena evru kot dolarju, saj so obeti za rast v Evropi po izvolitvi Bidna za predsednika nekoliko višji od obetov za rast v ZDA. V letu 2020 je bila volatilitnost na

valutnem trgu relativno visoka. Dolar je svojo najvišjo vrednost dosegel 19. marca pri tečaju 1,0684 EUR/USD, najvišjo pa ob koncu leta, ko se je vrednost približala tečaju 1,2 dolarja za evro. V letu 2020 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 letu 2021. Pa vendar je dolar v primerjavi z evrom izgubljal že v drugi polovici leta 2020 in tečaj postavil na dolgoročno bolj vzdržno raven 1,20 EUR/USD, kjer bi se utegnil ohraniti tudi v letu 2021. Bi pa nižja vrednost dolarja pomenila spodbudo za obveznice razvijajočih se držav, ki bi se ob pričakovanju sočasnega gospodarskega okrevanja po svetu, utegnile podražiti.

1.3 Usmeritve Sklada za leto 2021

Naložbeni proces Sklada upošteva načela varnosti, razpršenosti, donosnosti in likvidnosti ter druge omejitve glede strukture portfelja in si prizadeva dosegati stabilnost naložb in dolgoročno rast premoženja. Naložbena politika s tem prispeva k uresničevanju temeljnega poslanstva Sklada, ki je, skladno s 3. členom ZSFR, zagotavljanje sredstev za namene financiranja razgradnje NEK, varno skladiščenje in končno odlaganje izrabljenega jedrskega goriva ter radioaktivnih odpadkov iz NEK 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.

Ker nadaljnje zniževanje evrskih obrestnih mer v letu 2021 ni predvideno, ampak bi se le-te kvečjemu utegnile ohraniti na trenutnih ravneh, bo osrednji fokus upravljanja namenjen predvsem obrestnemu tveganju obvezniških naložb ter odnosu med kreditnim tveganjem in donosnostjo. Poudarjena izpostavljenost obrestnemu tveganju izhaja predvsem iz trenutno izrazito negativnih obrestnih mer za evrske obveznice, ki se nahajajo globoko v negativnem območju, še krepko v srednjeročnem obdobju, in iz sploščenih krivulj donosnosti, ko daljše trajanje ni ustrezno nagrajeno. Na izvedbeni ravni to pomeni ohranjanje podpopprečnega trajanja obvezniških naložb ter skrben izbor podjetniških obveznic kakovostnih podjetij iz podcenjenih sektorjev, v segmentu delniških naložb pa skrben izbor podcenjenih in perspektivnih sektorjev in regij. Glede ročnosti obvezniških naložb bodo imele prednost tiste z ročnostjo predvidoma med 5 in 10 let, saj je v tem obdobju razmerje med donosnostjo in obrestnim tveganjem najugodnejše. Med podjetniškimi obveznicami vidimo dodatno priložnost v obveznicah bančnih korporacij, ki jim utegne obdobje po pandemiji okrepiti njihove bilance. Zaradi nižjih vrednotenj in pozitivnih obetov na račun izvolitve Joeja Bidna za novega predsednika ZDA, se azijski in evropski delniški trgi zdijo privlačnejši od ameriških. Ob iznajdbi cepiva za Covid-19 se zdijo v letu 2021 privlačni predvsem tisti sektorji, ki jim »ostani doma« ekonomija ni bila naklonjena, npr. finance, potrošne dobrine, industrija, zaradi česar na eni strani ob danih okoliščinah in tudi glede na njihovo preteklost ponujajo zelo ugodna vrednotenja, na drugi pa lahko pričakujemo, da bodo s ponovnim zagonom gospodarstva ravno ti sektorji močno spodbujeni, saj gre za sektorje, ki pomenijo nujni del našega vsakdana. Sektorja informacijske tehnologije in tehnologije se zdita privlačna, so se pa njuna vrednotenja v letu 2020 močno povišala in vprašanje je, ali lahko tako visoka vrednotenja in pričakovanja, ki so se gradila v času trajanja epidemije, v letu 2021 tudi upravičita. Kot potencialno ugodne se kažejo alternativne naložbe.

Z namenom izvrševanja Naložbene politike je Sklad za leto 2021 definira meje po posameznih naložbenih. Pri postavitvi meja upoštevamo ciljno strukturo portfelja za leto 2021 in stanje portfelja na dan 30. novembra 2020, pri izboru razredov pa upoštevamo predvidevanja o dogajanju na finančnih trgih v letu 2021. Upoštevaje postavljene ciljne strukture bo samo upravljanje portfelja odvisno od razmer na finančnih trgih, ki utegnejo biti tudi v letu 2021 podvržene negotovosti, pri čemer bomo portfelj upravljali skrbno, kot dober gospodar. Zavedamo se, da večja nepredvidljivost trgov terja večjo pozornost in odzivnost pri upravljaljskih odločitvah.

2 NALOŽBENA POLITIKA

2.1 Naložbeni cilji

a.) Varnost naložb

Primarni naložbeni cilj Sklada je ohranjanje vrednosti naložb, s čimer sledimo varnosti portfelja kot primarnemu načelu Sklada. Cilj ohranjanja varnosti naložb je nadrejen vsem preostalim ciljem. Varnost 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 ustrežno visoko boniteto, omejitvami pri investicijah v bolj tvegane vrednostne papirje, uvajanjem dodatnih kriterijev in omejitev pri naložbah v lastniške vrednostne papirje. V letu 2021 bo portfelj Sklada v največji meri izpostavljen obrestnemu tveganju, tržnemu tveganju in kreditnemu tveganju.

b.) Donos na sredstva

Tretja revizija Programa razgradnje NEK vsebuje kalkulacijo ob danih predpostavkah, iz katere izhaja, da je pri anuiteti v višini 4,8 EUR/MWh potreben donos portfelja, ki bo za 2,2 odstotne točke nad inflacijo.¹ Pri postavitvi in izvajanju Naložbene politike si bo Sklad prizadeval dosegati povprečni letni realni donos v višini 2,2 %, pri čemer ohranjamo zavezo do varnosti portfelja kot primarnega načela Sklada. Pri zasledovanju cilja doseganja donosa je Sklad omejen s ciljem ohranjanja varnosti portfelja.

c.) Likvidnost

Portfelj Sklada predstavljajo visoko likvidne naložbe. Likvidnost portfelja Skladu omogoča izvajanje njegovega temeljnega poslanstva, povezanega z odlaganjem radioaktivnih odpadkov in razgradnjo NEK in učinkovito upravljanje portfelja. Ohranjanje likvidnosti portfelja je nujno potrebno, saj 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 nizko in srednje radioaktivnih odpadkov (NSRAO) iz NEK 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 nadomestila za omejeno rabo prostora občini Krško, skladno z veljavno Uredbo o merilih za določitev višine nadomestila zaradi omejene rabe prostora in zaradi načrtovanja intervencijskih ukrepov na območju jedrskega objekta;
- 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.

¹ Pod predpostavko 1,8 % stopnje inflacije v obdobju je predvideno doseganje 4 % donosa. Predhodno je bila na podlagi Programa razgradnje NEK, ki je bil sprejet leta 2004, določena potrebna donosnost v višini 4,29 %, ki je bila v letu 2003 postavljena kot donosnost na 10-letno nemško državno obveznico.

2.2 Ciljna struktura portfelja za leto 2021

Skladno z ustanovitvenimi akti je cilj Sklada ohranjati nizko tveganost in visoko likvidnost portfelja, pri tem pa zasledovati cilj donosnosti. To dosegamo s konservativno naložbeno politiko in z geografsko in sektorsko diverzifikacijo naložb ter razpršenostjo naložb po posameznih segmentih in naložbenih razredih. Slog upravljanja Sklada je aktiven. Pri upravljanju portfelja si prizadevamo izkoristiti razmere na kapitalskih trgih, z ustrežno alokacijo sredstev Sklada po posameznih naložbenih razredih pa prispevati k varnosti portfelja, dosežati ustrezno donosnost in izpolnjevati druge naložbene cilje. Glede na konservativno naložbeno politiko bo Sklad pretežno izpostavljen do dolžniških vrednostnih papirjev. Sklad vrednoti obveznice po tržni vrednosti, če pa ta ni na voljo ali pa bistveno odstopa od poštene vrednosti, pa po interni kalkulaciji.

Sredstva Sklada so lahko naložena v naložbene razrede, kot izhaja iz Tabele št. 1, pri čemer se upoštevajo splošna pravila in omejitve, navedene v Naložbeni politiki in drugih aktih Sklada. Naložbeni portfelj sestavljajo naložbe v države vrednostne papirje, podjetniške obveznice, instrumente denarnega trga in naložbe v lastniške vrednostne papirje. V tabeli so prikazani naložbeni segmenti in njihovi podrazredi in dopustne meje.

Tabela 1: Ciljna struktura portfelja Sklada za leto 2021 (v %)

Naložbeni razred	Delež v % na dan 31.11.2020	Ciljna struktura v % za leto 2020	Ciljna struktura v % za leto 2021
Državne obveznice	37,54	od 30 do 65	od 30 do 65
Državna podjetja in nadnacionalne inštitucije	5,47	od 4 do 15	od 4 do 15
Skupaj državni VP	43,01	od 35 do 70	od 35 do 70
Podjetniške/korporativne obveznice	15,90	od 2 do 20	od 2 do 20
Obveznice ban./finančnih izdajateljev	5,86	od 0 do 10	od 0 do 10
Vz. skladi (več kot 50 % obv.) in ETF-ji	8,95	od 5 do 15	od 5 do 15
Skupaj podjetniške obveznice	30,71	od 10 do 40	od 10 do 40
Denarni trg (depoziti, pot. o vlogah, MM)	12,13	od 0 do 30	od 0 do 30
SKUPAJ DOLŽNIŠKI VP	85,85	od 75 do 100	od 75 do 100
Vz. skladi (delniški, mešani skl.) in ETF-ji	12,98	od 0 do 20	od 0 do 25
Delnice	1,18	od 0 do 5	od 0 do 5
Alternativne naložbe ²	0	od 0 do 2	od 0 do 2
SKUPAJ LASTNIŠKI VP	14,15	od 0 do 25	od 0 do 25
PORTFELJ SKUPAJ	100,00		

V letu 2021 bo najmanj 75 % naložbenega portfelja naložena v dolžniške vrednostne papirje, ki jih tvorijo segmenti državnih vrednostnih papirjev, podjetniških obveznic in instrumentov denarnega trga. Segment državnih vrednostnih papirjev bo obsegal najmanj 35 % in največ 70 % naložbenega portfelja. Segment državnih vrednostnih papirjev sestoji iz razredov državnih obveznic, ki s predvidenim deležem med 30 in 65 % ostaja osrednji naložbeni razred naložbenega portfelja, in razredom državnih podjetij in nadnacionalnih inštitucij s predvidenim deležem med 4 in 15 % portfelja. V razred državnih obveznic vštevamo neposredne naložbe v državne obveznice in naložbe v enote ali delnice odprtih in zaprtih investicijskih skladov, ki investirajo izključno v državne obveznice. Za naložbe v segmentu državnih vrednostnih papirjev je značilna najmanjša raven kreditnega tveganja, zaradi negativnih obrestnih mer in sploščenih krivulj donosnosti pa obstaja izrazito obrestno tveganje. Kot državno podjetje definiramo tisto

²Pred 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.

podjetje, v katerem delež države presega 50 % delež v osnovnem kapitalu družbe oziroma 50 % glasovalnih pravic v tej družbi.³

Segment podjetniških obveznic bo obsegal najmanj 10 % in največ 40 % naložbenega portfelja in sestoji iz treh razredov: podjetniških obveznic nefinančnih izdajateljev, podjetniških obveznic finančnih izdajateljev in obvezniških skladov. Obvezniški skladi so lahko odprtega ali zaprtega tipa. Kot obvezniški sklad je definiran sklad, pri katerem se v portfelju nahaja več kot 50 % obveznic, oziroma dolžniških vrednostnih papirjev. Naložbe v omenjenem segmentu veljajo za nekoliko bolj tvegane v primerjavi z državnimi obveznicami. Pestra ponudba v segmentu podjetniških obveznic glede izdajateljev, ročnosti in bonitete omogoča ugoden izbor naložb glede na donosnost do dospetja in tveganja tudi na kratkih ročnostih.

Tretji segment v strukturi dolžniških vrednostnih papirjev so naložbe v instrumente denarnega trga, ki bodo obsegale največ 30 % portfelja. V ta segment prištevamo vloge na vpogled, depozite, sklade denarnega trga, zakladne menice, blagajniške zapise, denar na poti in druge instrumente denarnega trga. Segment denarnih trgov služi kot varno pribežališče v obdobju močnih nihanj tečajev na kapitalnih trgih in za tekoče pokrivanje rednih in izrednih obveznosti Sklada.

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

Pri naložbah v dolžniške vrednostne papirje velja splošna omejitev, da se sme nalagati zgolj v obveznice, ki so na dan nakupa pri vsaj eni od treh osrednjih bonitetnih agencij (Moody's, Standard&Poor's, Fitch) uvrščene v investicijski razred, tj. imajo bonitetno oceno od AAA/Aaa do BBB-/Baa3. Izjemoma so dopustne tudi naložbe v državne obveznice iz bonitetnega razreda BB+/Ba1, če ima posamezna država pri vsaj dveh od teh treh bonitetnih agencij postavljene pozitivne obete. Izpostavljenost do takšne naložbe in izdajatelja ne sme presegati 2 % vrednosti naložbenega portfelja Sklada. 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.

³ESA 2010 standard (5.21) definira državno podjetje zelo splošno kot tisto podjetje, ki je sicer pripoznano kot neodvisna pravna oseba in deluje kot tržni proizvajalec, ampak, v katerem država izvaja svoj nadzor, ne glede na njen lastniški delež. Sami uporabimo strožjo in bolj določno definicijo državnega podjetja, kjer ima država bodisi vsaj 50 % lastniški delež ali vsaj 50 % glasovalnih pravic. Obveznice podjetij, v katerih ima država nižji delež od 50 %, se knjižijo v razred podjetniških obveznic, bodisi finančnih ali nefinančnih izdajateljev.

Izguba statusa investicijskega razreda je lahko razlog za prodajo posamezne naložbe, ni pa takšne naložbe Sklad zavezan prodati. Če Sklad oceni, da je navkljub izgubi statusa naložbenega razreda verjetnost nastanka kreditnega dogodka zmerna in bi prodaja privedla do prevelike izgube vrednosti naložbe, si pridržuje pravico, da pozicijo ohrani. Pri naložbah v razred obvezniških skladov lahko naložbena politika posameznega sklada zajema tudi naložbe v obveznice, ki niso naložbeni razred (High Yield, EM Bonds), vendar skupna vrednost naložb v te sklade ne sme presežati 10 % skupnega portfelja Sklada. Druge omejitve pri investiranju so podrobneje predstavljene v nadaljevanju dokumenta.

V letu 2021 bo največ 25 % naložbenega portfelja naloženega v lastniške vrednostne papirje. Segment lastniških vrednostnih papirjev sestoji iz razreda delniških skladov, ki bo obsegal največ 25 % naložbenega portfelja, razreda delnic, ki bo obsegal največ 5 % naložbenega portfelja in razreda alternativnih naložb, ki bo obsegal največ 2 % naložbenega portfelja. Kot delniški sklad je definiran sklad oziroma investicijska družba odprtega ali zaprtega tipa, katerega portfelj sestoji iz več kot 50 % delniških naložb. 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 enote ali delnice odprtega ali zaprtega investicijskega sklada. Glavni kriteriji pri izboru investicijskih skladov so njihova naložbena politika in pretekli ter pričakovani donosi, upošteva pa se tudi višina upravljaljskih in drugih provizij ter stroškov. Pred investiranjem sredstev v razred alternativnih naložb mora Sklad pripraviti ustrezen pravilnik, v katerem podrobneje definira dovoljene naložbe in pogoje in omejitve investiranja v naložbeni razred alternativnih naložb.

Z namenom ohranjanja likvidnosti portfelja bo Sklad zbrana sredstva vlagal v likvidne naložbe.

2.3 Naložbe v netržne vrednostne papirje

30. novembra 2020 se je v portfelju Sklada nahajalo približno 2,4 % tako imenovanih netržnih vrednostnih papirjev, ki pomenijo odstopanje od pravil definiranih v Naložbeni politiki Sklada za leto 2021. Gre za obveznice z oznako DZS2, izdajatelja DZS, založništvo in trgovina d.d., datum zapadlosti 5. januar 2021 in delnice elektro podjetij. Obveznice DZS2 so vrednotene po interni kalkulaciji, delnice elektro podjetij pa po knjigovodski vrednosti. Navedene naložbe se v portfelju Sklada nahajajo že dlje časa. Tudi v letu 2021 bo Sklad aktivno spremljal ta del portfelja in nadaljeval s prizadevanji 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 št. 3.

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;
- Naložbene certifikate.

Tabela 3: Omejitve vrednosti posameznih vrst naložb v letu 2021 (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 ⁴	10,0	5,0
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

2.5 Splošne omejitve pri vlaganju po naložbenih razredih

Pri investiranju je Sklad zavezan k spoštovanju sledečih splošnih omejitev 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, so dovoljene le naložbe v tiste vrednostne papirje, ki jim v času nakupa vsaj ena od treh mednarodnih bonitetnih agencij (Standard & Poor's, Fitch Ratings in Moody's) dodeli bonitetno oceno investicijskega razreda.⁵
- 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. Pri naložbah v kratkoročne vrednostne papirje omejitev glede višine izdaje ni prisotna, saj se takšne naložbe načeloma hranijo do dosvetja. Če izdajatelj ni država, izpostavljenost pri posamezni izdaji kratkoročnega vrednostnega papirja ne sme preseči 10 % celotne izdaje.
- Sklad bo depozite nalagal v prvorazrednih bankah v Republiki Sloveniji, državi članici Evropske unije ali državi članici OECD, ki so pod nadzorom domačih centralnih bank oziroma regulatorjev bančnega nadzora ter izkazuje 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.
- Sklad sme nalagati v delnice podjetij, ki kotirajo na eni izmed mednarodnih borz in katerih tržna kapitalizacija znaša vsaj 1 milijardo evrov.
- Najmanj 80 % portfelja bo naloženih v evrski valuti.

⁴ Največji dovoljeni skupni delež v državne obveznice Republike Slovenije znaša 30 %, največji dovoljeni delež posameznega dolžniškega vrednostnega papirja izdajatelja Republike Slovenije pa znaša 10 % vrednosti portfelja.

⁵ Izjemoma so dovoljene tudi naložbe v državne obveznice, ki so uvrščene v bonitetni razred BB+/Ba1, če jim bonitetne agencije dodelijo pozitivne obete in je pričakovana uvrstitev v investicijski razred.

Naložbeni proces zajema pripravo naložbenih predlogov s strani strokovnih služb Sklada. Pri izboru naložb in pripravi predlogov bo Sklad upošteval še sledeče kriterije:

- Pri naložbah v obveznice bo Sklad upošteval makroekonomsko stanje in napovedi, ocene o inflaciji in politiki monetarnih oblasti, zadolženost, boniteto, trajanje in položaj na krivulji donosnosti, donosnost, razmik ipd.;
- Pri naložbah v podjetniške obveznice bo Sklad upošteval specifične posameznih sektorjev in podjetij, donosnost, boniteto, trajanje in položaj na krivulji donosnosti ipd.;
- Pri naložbah v enote ali delnice odprtega ali zaprtega investicijskega sklada bo Sklad upošteval naložbeno politiko, obete, pretekle donose sklada, razpršenost naložb, skladnost z referenčnim indeksom, upravljavsko provizijo in stroške sklada ipd.;
- Pri naložbah v instrumente denarnega trga bo Sklad upošteval boniteto banke, pri naložbah v enote in delnice investicijskih skladov denarnih trgov pa smiselno pogoje investiranja v sklade;
- Pri naložbah v delnice bo Sklad upošteval poslovanje podjetij in njihove obete, razmere v sektorju, analizo primerljivih podjetij ipd.

Vsak naložbeni predlog mora biti skladen s sprejeto naložbeno politiko Sklada ter Pravilnikom o upravljanju s tveganji Sklada. Predlog pripravijo strokovne službe Sklada in ga posredujejo 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 namenom 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);
- Povprečno letno donosnost 10-letnih državnih obveznic v državah z evrsko valuto (EURO Generic Govt Bond 10 Year, GECU10YR Index);
- Minimalno zajamčeno donosnost za leto 2021, ki jo določi Ministrstva za finance RS;
- Ciljni donos, kot izhaja iz Tretje revizije Programa razgradnje NEK.

a) Benchmark

Benchmark je sestavljen glede na ciljno strukturo po naložbenih razredih. Sklad svojega portfelja ni zavezan prilagajati benchmarku, ampak ga je dolžan upravljati s skrbnostjo dobrega gospodarja, z namenom doseganja zastavljenih ciljev in skladno s pravili in omejitvami. Skozi leto so tako možna odstopanja med strukturo portfelja Sklada in benchmarkom, saj je portfelj podvržen vsakokratnim dogajanjem na finančnih trgih in internim aktom, ki lahko v večji meri omejujejo izpostavljenost do posameznega izdajatelja ali

vrednostnega papirja kot benchmark. Za posamezne naložbene razrede bo Sklad v benchmarku uporabljal primerjalne indekse.⁶ Struktura benchmarka je predstavljena v Tabel št. 6:

Tabela 6: Primerjani indeksi po posameznih naložbenih razredih

Vrsta naložbe	Indeks	Bloomberg ID	Delež (v %)
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
Korporativne obveznice	Bloomberg Barclays Euro Aggregate Corporate TR Index Value Unhedged EUR	LECP TREU Index	30
Lastniški vrednostni papirji	MSCI World EUR	MSERWI Index	15
Denarna sredstva	EUR	EUR Currency	10
		Skupaj	100

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 je bil vsebinski kriterij za doseganje donosa do sprejetja Tretje revizije Programa razgradnje NEK. Za izračun povprečne donosnosti 10-letnih državnih obveznic v evrskem območju uporabimo indeks EURO Generic Govt Bond 10 Year (GECU10YR Index). V prvih 11. mesecih leta 2020 je povprečna letna donosnost 10-letnih državnih obveznic v državah z evrsko valuto znašala -0,46 %, medtem ko je portfelj Sklada dosegel donos v višini 1,39 %. V petletnem obdobju med letom 2016 in 30. novembrom 2020 je povprečni letni donos portfelja Sklada znašal 2,0 %, kar je približno 2 odstotni točki nad povprečno letno donosnostjo 10-letnih državnih obveznic v državah z evrsko valuto, ki je znašala 0,06 %. Tudi v letu 2021 lahko pričakujemo negativno donosnost 10-letnih državnih evrskih obveznic.

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

	2016	2017	2018	2019	2020 ⁷	5-letno povp.
Donosnost	0,13	0,37	0,46	-0,21	-0,46	0,06
Donos Sklada	2,87	2,03	-0,94	4,74	1,39	2,00
Razlika	2,74	1,66	-1,40	4,95	1,85	1,96

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.⁸ Izračuna se na podlagi povprečne donosnosti do dospelja državnih

⁶ Sklad lahko namesto izbranih primerjalnih indeksov uporablja tudi druge primerjalne indekse, ki ustrezno zastopajo posamezni naložbeni razred.

⁷ Za leto 2020 sta donos Sklada in donosnost indeksa uporabljena do 30. novembra 2020.

⁸ Minimalna zajamčena donosnost je opredeljena v 217. členu Zakona o pokojninskem in invalidskem zavarovanju (Uradni list RS, št. 96/12, 39/13, 46/13 - ZIPRS1314-A, 63/13 - ZIUPTDSV, 99/13 - ZSVarPre-C, 101/13 - ZIPRS1415, 111/13 - ZMEPIZ-1, 32/14 - ZPDZC-1, 44/14 - ORZPIZ206, 46/14 - ZPZRTH-E, 85/14 - ZUJF-B, 95/14 - ZIPRS1415-C, 95/14 - ZIUPTDSV-A, 95/14 - ZUPPJS15, 95/14 - ZUJF-C, 97/14 - ZMEPIZ-1A, 31/15 - ZISDU-3, 82/15 - ZPZRTH-F, 90/15 - ZIUPTD, 90/15 - ZUPPJS16, 96/15 - ZIPRS1617, 102/15, 42/16 - odl. US, 80/16 - ZIPRS1718, 88/16 - ZUPPJS17, 23/17, 33/17 - ZIPRS1718-A, 40/17, 54/17 - ZSV-H, 65/17, 71/17 -

vrednostnih papirjev za predhodnih 24 mesecev (2 leti). Izračun vsako leto pripravi Ministrstvo za finance RS. Minimalna zajamčena donosnost za leto 2020 znaša 0,28 % na letni ravni in 0,02 % na mesečni ravni. V času priprave Naložbene politike 2021 minimalna zajamčena donosnost za leto 2021 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. Večjo primerjalno moč ima primerljivost v srednjeročnem obdobju.

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

	2016	2017	2018	2019	2020 ⁹	5-letno povp.
Zajamčena donosnost	0,86	0,57	0,49	0,42	0,28	0,52
Donos Sklada	2,87	2,03	-0,94	4,74	1,39	2,00
Razlika	2,01	1,46	-1,43	4,32	1,11	1,48

d) Ciljna donosnost, kot izhaja iz Tretje revizije Programa razgradnje NEK

Tretja revizija Programa razgradnje NEK vsebuje kalkulacijo ob danih predpostavkah, iz katere izhaja, da je pri mesečni anuiteti v višini 4,8 EUR/MWh potreben 2,2 % realni donos portfelja, tj. donos, ki je za 2,2 odstotne točke višji od inflacije. Pri postavitvi in izvajanju Naložbene politike si bo Sklad prizadeval dosežati povprečni letni realni donos v višini 2,2 %, pri čemer bo ohranjal zavezo do varnosti portfelja kot primarnega načela Sklada. Sklad ne bo pretirano poviševal tveganosti portfelja zgolj zaradi cilja doseganja ustrezno visokega donosa, ne da bi pri tem upošteval vsa tveganja. Doseganje tega cilja je v posameznem letu odvisno od razmer na kapitalskih trgih. Sklad stremi k dolgoročni uresničitvi tega cilja.

2.8 Kriterij donosa Sklada

Primarni cilj Sklada je ohranjanje vrednosti sredstev portfelja (načelo varnosti finančnih naložb), temu cilju pa je podrejen cilj doseganja donosa. Z aktivnim upravljanjem portfelja si Sklad prizadeva izpolnjevati oba zahtevana cilja. Varnost portfelja ocenjujemo preko ocene Value-at-Risk (VaR), donos pa preko pričakovane stopnje donosa po posameznih naložbenih razredih. V letu 2021 je pričakovati nižjo volatiliteto kot v letu 2020, negotovosti pa bodo izhajale predvsem iz naslova hitrosti okrevanja gospodarstev po korona virusu in učinkovitosti cepiva. Glede na dogajanja in razmere na finančnih trgih je pričakovati gibanje donosa portfelja Sklada v razponu od -2,3 do 2,7 %. Kljub temu si bo Sklad, ob upoštevanju načel (varnost, razpršenost, likvidnost in donosnost finančnih naložb) pri upravljanju portfelja, prizadeval dosežati čim višjo donosnost, oziroma donosnost v višini 2,2 % nad inflacijo, kot izhaja iz Tretje revizije Programa razgradnje NEK.

ZIPRS1819, 75/17 - ZIUPTD-A, 83/18 - ZIPRS1819-A, 28/19, 75/19 - ZIPRS2021, 75/19 - ZUPPJS2021, 75/19, 36/20 - ZIUJP, 49/20 - ZIUZEOP, 139/20 - ZUPPJS2021-A, 139/20, 174/20 - ZIPRS2122, 189/20 - ZFRO), podrobneje pa opisana v Pravilniku o izračunu minimalne zajamčene donosnosti (Uradni list RS, št. 7/13).

⁹ Za leto 2020 je uporabljen donos Sklada do 30. novembra 2020.

Tabela 9: Merljivi cilji za leto 2021 (v %)

	Struktura portfelja			Donos		Tveganje (VaR) v %	
	30.11. 2020	Meje NP 2021	Ocena 2021	Od 1.1.20 do 30.11.20	Ocena 2021	30.11. 2020	Ocena 2021
Državni VP	43,01	35 – 70	40	1,51	od -3,0 do 1,2	0,18	od 0,04 do 0,2
Podjetniške obveznice	30,71	10 – 40	35	1,59	od -1,5 do 3,0	0,22	od 0,1 do 0,3
Denarni trg	12,13	0 – 30	10	0,05	od -0,1 do 0,1	0,00	0,0
Lastniški VP	14,15	0 – 25	15	1,33	od -4,0 do 8,0	1,44	od 0,7 do 1,5
Skupaj	100		100	1,39	od -2,3 do 2,7	0,34	od 0,1 do 0,4

Najvišji donos je pričakovati v segmentu lastniških vrednostnih papirjev, in sicer med -4,0 in 8,0 %. Ta segment portfelja je tudi najbolj tvegan, kar se odraža tudi v najvišji predvideni vrednosti VaR. Z aktivnim upravljanjem skozi leto bomo skušali izkoristiti posamezna okna priložnosti. V segmentu podjetniških obveznic pričakujemo donos v višini med -1,5 % in 3,0 %. V tem segmentu pričakujemo, da se bodo na račun gospodarskega okrevanja po svetu pribitki znižali, medtem ko kot faktor tveganja obstaja poslabšanje zdravstvene slike po svetu, kar bi lahko privedlo do ponovnega zapiranja gospodarstev. V segmentu državnih obveznic pričakujemo donos v razponu med -3,0 % in 1,2 %. Negativen donos pričakujemo kot posledico gospodarskega okrevanja, ki bi privedlo do zmanjšane zanimanja za državne obveznice in rasti donosnosti na državne obveznice. V primeru poslabšanja gospodarske slike v letu 2021 in v kolikor pričakovanja investitorjev ne bi bila dosežena, bi celo utegnilo priti do znižanja obrestnih mer in posledično rasti cen državnih obveznic. V segmentu instrumentov denarnega trga je pričakovati donos v višini med -0,10 % in 0,10 %, saj tudi v letu 2021 pričakujemo, da se bodo obrestne mere nahajale na izredno nizkih in v večjem delu dospelosti tudi negativnih ravneh. Pričakovati je, da se bo tveganost portfelja v letu 2021 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. Nizko raven kreditnega tveganja portfelja ohranjamo predvsem z izborom kakovostnih naložb. 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 0,1 in 0,41 % vrednosti portfelja.¹⁰ S predvideno ciljno višino VaR ohranjamo zavezo do zagotavljanja varnega portfelja.

Povečana volatilitnost na kapitalskih trgih v letu 2021 lahko privede do modifikacije teh ciljev, zaradi česar bodo predmet sprotne preverjanj in rednih revidiranj skozi celotno leto. 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.

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 2021 Sklad opredeljuje možna odstopanja od posameznih ciljev in primerjalnih indeksov. Pri tem upošteva le odstopanja v

¹⁰ Ocene sta izračunani kot tehtani povprečji vrednosti VaR pri posameznem naložbenem segmentu in ciljnega deleža segmenta v portfelju za leto 2021.

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 poveča ali zniža. Najpogostejši dejavniki tržnega tveganja so povezani s spremembami obrestnih mer, tečajev ipd., kot posledica ekonomskih in političnih sprememb ali »neracionalnih« pričakovanj 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 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 radioaktivni odpadki in izrabljenim gorivom ter razgradnja 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 20 % portfelja Sklada naloženega v drugih valutah. Pri naložbah v tuji valuti gre v večini primerov za naložbe v dolarske ETF sklade, 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 uvrsti vsaj ena od treh bonitetnih agencij. 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 2021 je pripravljena v skladu z veljavno zakonodajo, podzakonskimi in drugimi akti, ki urejajo delovanje Sklada. Tudi v letu 2021 bo Sklad izvajal konservativno naložbeno politiko. Primarni cilj, ki ga bo Sklad zasledoval v letu 2021, 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 izvajal 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. Darija Štraus Trunk, univ. dipl. ekon.