

REPUBLIKA SLOVENIJA



Poročilo o pripravi modela financiranja projekta JEK2

Ožja delovna skupina za pripravo modela financiranja JEK2

(KPV, MF, MOPE, GEN)

Vodja skupine: Marjan Divjak

20. 2. 2026

(popravljen verzija)

Kazalo

.....	1
1 Uvod.....	7
1.1 Organizacijska struktura in ustanovitev projektne družbe.....	7
1.1.1 Projektna organizacija.....	7
1.1.2 Značilnosti projektne družbe	9
1.2 Kadrovski in organizacijski načrt.....	13
1.2.1 Organizacijska struktura	14
1.2.2 Načrt zaposlovanja.....	14
1.2.3 Načrt usposabljanja	15
1.3 Tržna dejavnost Jedske elektrarne Krško 2	15
1.3.1 Pasovna električna energija	16
1.3.2 Dodatne možnosti.....	16
1.3.3 Usmerjenost poslovnega modela	16
1.4 Možni poslovni modeli JEK2	16
1.4.1 Prodaja lastniku po stroškovni ceni	17
1.4.2 Prodaja produkta preko namenske družbe	17
1.4.3 Prodaja produkta preko dolgoročnih pogodb o zakupu	19
1.4.4 Prodaja produkta preko terminskih pogodb na trgu	19
1.4.5 Prodaja na trenutnem trgu	20
1.4.6 Hibridni modeli	20
1.4.7 Praksa v jedrskih novogradnjah	21
2 Pregled možnih modelov financiranja JEK2	28
2.1 Izhodišča in strateške predpostavke	28
2.2 Primerjalna ekonomska analiza modelov financiranja projekta JEK2	28
2.3 Dinamika investicije JEK2	29
2.3.1 Moč: 1.100 MWe	29
2.3.2 Moč: 1.650 MWe	30
2.4 Pregled štirih modelov financiranja.....	30
2.4.1 Model 1: Financiranje preko državne zakladnice («on-lending» SPV).....	31
2.4.2 Model 1a: On-lending z možnostjo selektivnega direktnega financiranja SPV	32
2.4.3 Model 2: SPV izdaja obveznice s poroštvom države	33
2.4.4 Model 3: Popolnoma zasebno financiranje	34
3 Predlog modela financiranja.....	35
3.1 Predlog poslovnega modela JEK2	35
3.2 Predlagani model financiranja: On-lending z možnostjo selektivnega direktnega financiranja SPV	35
3.2.1 Struktura financiranja	36
3.2.2 Prednosti za projekt JEK2.....	36
3.2.3 Tveganja in izzivi	37
3.3 Kapitalska struktura.....	37
3.4 Pogoji posojila SPV na podlagi on-lendinga države	38
3.4.1 Struktura in namen on-lendinga.....	38

3.4.2	Pogoji posojila.....	38
3.4.3	Fiskalni in pravni vidiki.....	39
3.4.4	Nadzor	39
3.5	Posojila SPV z državnim poroštvo	39
3.5.1	Struktura in namen poroštva	39
3.5.2	Pogoji izdaje poroštva	39
3.5.3	Fiskalni in pravni vidiki.....	40
3.5.4	Nadzor	40
4	Priglasitev Evropski komisiji	41
4.1.1	Časovnica in opozorila z vidika državnih pomoči	41
4.1.2	Postopki pred Evropsko komisijo	41
4.1.3	Pravila EU o »in-house exception«	42
5	Zadolževanje državnega proračuna	44
5.1	Ocena kreditnega tveganja dolgoročnega dolga RS	44
5.2	Strateški cilji in osnova načela zadolževanja države.....	45
5.3	Krivulja donosnosti evrskih obveznic Republike Slovenije	46
5.4	Trgovanje z vrednostnimi papirji Republike Slovenije.....	47
5.5	Ocena stroška zadolževanja Republike Slovenije v srednjeročnem do dolgoročnem obdobju	48
6	Računovodska obravnava	50
6.1	Nacionalna metodologija – državni proračun	50
6.1.1	Vključitev v dolg po nacionalni metodologiji (bilanca C)	50
6.1.2	Vpliv na primanjkljaj.....	50
6.2	Metodologija ESA 2010	50
6.2.1	Vključitev v dolg po metodologiji ESA 2010.....	50
6.2.2	Vpliv na primanjkljaj – model financiranja z vidika vključitve v saldo sektorja države (B.9).....	51
7	Zakon o JEK2 – vsebina zakona	52
7.1	Projekt JEK2 in spremljajoče investicije.....	52
7.2	Ustanovitev družbe za izvedbo projekta	52
7.3	Financiranje projekta.....	52
7.4	Posebna pravila o načrtovanju in gradnji	53
7.5	Nadzor in upravljanje projekta	53
7.6	Mednarodno sodelovanje	53
7.7	Dodatne zakonske in povezane vsebine.....	54
8	Zaključek	55
9	Reference.....	57
A	Metodološke predpostavke.....	58
A.1	Model financiranja JEK2 z vidika vključitve v dolg sektorja države	58
A.1.1	Definicija SPV po MGDD in ESA2010:	58
A.1.2	Sektorizacija projektnega podjetja SPV	59
A.1.3	Jamstvo države	60
A.2	Primer 2TDK d.o.o. – vključen v sektor država z vplivom na EDP dolg	62
A.3	Evidentiranje po nacionalni metodologiji.....	63

A.3.1 Pravna podlaga.....	63
A.3.2 Evidentiranje.....	63
A.3.3. Odprta vprašanja	64
B Primerjalna ekonomska analiza različnih modelov financiranja.....	65

Povzetek

Projekt izgradnje drugega bloka Jedrske elektrarne Krško (JEK2) predstavlja enega najpomembnejših strateških projektov Republike Slovenije v naslednjih desetletjih. Gre za infrastrukturno in energetska investicijo nacionalnega pomena, ki bo omogočila dolgoročno zanesljivo in nizkoogljično oskrbo z električno energijo, hkrati pa prispevala k postopnemu opuščanju premoga in doseganju ciljev razogljičenja. Zaradi svoje velikosti, kompleksnosti in kapitalne intenzivnosti projekt zahteva posebno organizacijsko, kadrovska in finančno ureditev. **Slovenija je glede na svoj gospodarski in fiskalni položaj, dostop do kapitalskih trgov ter sistem upravljanja z dolgom sposobna sama financirati in izvesti tak projekt.**

Kot optimalna organizacijska rešitev je predvidena ustanovitev posebne projektne družbe (*ang. Special Purpose Vehicle – SPV*), ki bo nosilec vseh dovoljenj, pogodb, finančnih tokov in obveznosti, povezanih s projektom JEK2. Ta model omogoča jasno ločitev tveganj in koristi od ostalih dejavnosti skupine GEN ter ustvarja pregledno osnovo za vključevanje države in morebitnih vlagateljev. SPV bo zagotavljal tudi skladnost s pravili Evropske unije glede državnih pomoči ter omogočal učinkovito obvladovanje tveganj, povezanih z več desetletnim življenjskim ciklom projekta.

Pri poslovnem modelu JEK2 je osrednja usmeritev proizvodnja pasovne električne energije, ob hkratni možnosti prilagodljivega delovanja in zagotavljanja sistemskih storitev za stabilnost elektroenergetskega omrežja. V praksi bo poslovni model temeljil na kombinaciji dolgoročnih stabilizacijskih mehanizmov prihodkov (predvsem pogodba za razliko – Contract for Difference - CfD) in potencialno dolgoročne pogodbe o odkupu energije – Power Purchase Agreement - PPA) ter tržne fleksibilnosti, kar omogoča uravnoteženost med stabilnostjo prihodkov in odzivnostjo na tržne razmere.

Pri pregledu možnih modelov financiranja je bila analiziran možen spekter modelov financiranja od popolnoma državnega financiranja do povsem zasebnih struktur. Na tej podlagi se kot najbolj uravnotežena rešitev izkazuje Model 1a – financiranje z on-lendingom države projektne družbi, z možnostjo selektivnega neposrednega zadolževanja SPV. Ta pristop združuje prednosti nizkega stroška financiranja na podlagi bonitete države s fleksibilnostjo in diverzifikacijo virov kapitala v kasnejših fazah projekta. Model omogoča hkratno varovanje stabilnosti javnih financ, fazno vključevanje potencialno dodatne baze vlagateljev ter uporabo zelenih finančnih instrumentov v skladu z evropsko taksonomijo.

Predlagana rešitev zagotavlja:

- Stabilnost financiranja v začetnih fazah projekta, ko so tveganja najvišja,
- postopno zmanjševanje odvisnosti od financiranja države z vključevanjem SPV v neposredno zadolževanje,
- možnost uporabe trajnostnih finančnih instrumentov, kar povečuje privlačnost projekta za ESG vlagatelje,
- pregledno lastniško strukturo, v kateri Republika Slovenija ohranja stodstotno lastništvo,
- transparentno skladnost z evropskimi pravili o državnih pomočeh.

Poročilo tako priporoča, da se za izvedbo projekta JEK2 uporabi hibridni model financiranja (Model 1a), ki združuje prednosti državnega financiranja in fleksibilnost projektne družbe, ter da se v naslednjih fazah zagotovi pravočasna priprava podrobnih finančnih izračunov, investicijske dokumentacije in usklajevanje z Evropsko komisijo.

Poseben vidik, ki ga je treba upoštevati, je računovodska obravnava financiranja v skladu z metodologijo ESA 2010. Sredstva, ki jih država v obliki on-lendinga prenese na SPV, se lahko evidentirajo bodisi kot finančna transakcija (posojilo ali povečanje kapitala, brez neposrednega vpliva na primanjkljaj sektorja država – B.9), bodisi kot nefinančna transakcija oziroma kapitalski transfer (z neposrednim vplivom na povečanje primanjkljaja). Končna obravnava bo odvisna od podrobnega dogovora z Evropsko komisijo ter od ureditve prenosa tveganj med državo in SPV. Ključno je, da se zagotovi skladnost z evropskimi fiskalnimi pravili, saj bo način evidentiranja bistveno vplival na dinamiko javnega dolga in proračunskega primanjkljaja.

1 Uvod

1.1 Organizacijska struktura in ustanovitev projektne družbe

1.1.1 Projektna organizacija

Družba GEN energija d.o.o. (v nadaljevanju GEN) je od leta 2006 opravila vrsto aktivnosti, ki so med drugim pripeljale do zaključka študij upravičenosti in izvedljivosti projekta. Ena od nadaljnjih aktivnosti je izoblikovanje projektne organizacije. Izbira poslovnega modela vpliva tudi na način urejanja drugih pravnih razmerij med investitorji. Upošteva se osnovne značilnosti celotne investicije JEK2 pridejo v poštev trije temeljni modeli za izvedbo investicije:

- nosilec investicije je družba GEN,
- nosilec investicije je nova hčerinska družba v skupini GEN (odvisna ali pridružena družba),
- nosilec investicije je nova družba, ki je v neposredni državni lasti (npr. SDH ali kombinacije več družb v (ne)posredni državni lasti)

izbira med njimi pa je tesno povezana z izbranim poslovnim modelom.

Odločitev o izbiri je odvisna od izpolnjevanja pogojev iz poglavja 4.1.3 in dogovorov z EUROSTAT glede računovodske obravnave SPV-ja.

1.1.1.1 Nosilec investicije je družba GEN

V primeru, da je nosilec investicije družba GEN, sta na voljo dve varianti modela.

Osnovna in najenostavnejša je možnost, da GEN samostojno nastopi kot investitor celotne investicije. Ta varianta omogoča najbolj neposreden nadzor naročnika nad izvajanjem investicije in daje možnost **zelo visokega vpliva na izvedbo poslov državi (Republiki Sloveniji), ki je edini družbenik GEN.** Prav tako ohranja obstoječo korporacijsko strukturo GEN kot pravne osebe. Ta model pride v poštev zlasti, če se bo projekt izvajal predvsem z lastnimi sredstvi in dolžniškim financiranjem, saj GEN kot obvladujoča družba skupine nekoliko lažje pridobiva kredite in zanje zagotovi ustrezno zavarovanje kot ločena projektna družba, možna pa je tudi državna garancija. Slabost te variante je **omejenost v zelo visoki meri na dolžniške vire financiranja**, za katere je treba zagotavljati dolgoročno zavarovanja – predvidoma ravno lastnik GEN, Republika Slovenija. Relevantno tveganje je tudi popolna podrejenost državi kot edinemu družbeniku, kar lahko ves čas odpira vprašanje uporabe pravil javnega naročanja oziroma drugih posebnih pravil, ki veljajo za javni sektor. Tveganje dodatno povečuje dolgoročnost in stopenjska razčlenjenost izvedbe **investicije**, saj se lahko pravila ves čas spreminjajo, pri čemer jim ni mogoče oporekati z argumentom retroaktivnega učinkovanja. V okviru te variante je **mogoče izpeljati tudi postopek kasnejše oddelitve JEK2** kot objekta na novo pravno osebo po splošnih pravilih, ki veljajo za delitev gospodarskih družb. Takšen model je dodatno utemeljen v primerih, ko bi se želelo tretje osebe kot investitorje povabiti k sodelovanju šele po dokončanju objekta oziroma ob začetku obratovanja. **Ključni problem GEN kot samostojnega investitorja je v dejstvu, da družba nima zadostnih lastnih virov za samostojno izvedbo te investicije.**

Druga varianta je dokapitalizacija družbe GEN. Gre predvsem za izvedbo s kapitalskimi (denarnimi) vložki zasebnih subjektov. Vsaka dokapitalizacija pa nujno pomeni vstopanje novih družbenikov v GEN kot pravno osebo. Izvedba je mogoča tako v okviru sedanje korporacijske oblike (družba z omejeno odgovornostjo) kot tudi s preoblikovanjem sedanje družbe z omejeno odgovornostjo v delniško družbo. Preoblikovanje v delniško družbo omogoča tudi večjo fleksibilnost z izvedbo javne ponudbe delnic, zlasti v kasnejših fazah projekta. Prednost te variante je možnost zagotavljanja boljšega razmerja med dolžniškim in lastniškim kapitalom

oziroma nižje potrebne zunanje garancije. Izvedba in pogoji pa so v veliki meri odvisna od obsega kapitalskih pravic, ki se zagotavljajo osebam, ki sodelujejo pri dokapitalizaciji. Večja kot je slabitev pravnega položaja Republike Slovenije v GEN, večja je pripravljenost investitorjev, da sodelujejo pri dokapitalizaciji. Bistvena slabost te variante pa je v tem, da učinkov ni mogoče omejiti le na JEK2, ampak bi se raztezali tudi na obstoječe podlage. Če bi država pristala na spremembo poslovnih deležev v družbi GEN, pa bi to vodilo do tega, da bi novi družbeniki, ki bi sodelovali v dokapitalizaciji, pridobivali delež tudi na sedanjem premoženju in dobičku, ki izvira iz drugih družb v skupini GEN in ne le zgolj iz JEK2 – efektivno to pomeni delno privatizacijo obstoječih državnih naložb v energetiki. **Družbe v zasebni lasti praviloma pričakujejo višjo stopnjo donosa na lastniški kapital, kar bi pomenilo vstop v družbo po nižjih ravneh vrednotenja.**

1.1.1.2 Nosilec investicije je nova hčerinska družba v skupini GEN

Ta model je **najbolj usklajen s sedanjo statusno organiziranostjo Skupine GEN**, ki združuje več podjetij, ki neposredno proizvajajo električno energijo. Gre za ohranjanje holdinške strukture, kar odpira celo vrsto različnih možnosti. Še bolj kot sama statusno pravna oblika (družba z omejeno odgovornostjo ali delniška družba) pa je pomembno vprašanje, v kolikšnem deležu se dopusti udeležba tretjih oseb (investitorjev) v hčerinski družbi. Skrajni možnosti sta **GEN kot edini družbenik** hčerinske družbe na eni strani in položaj, ko **hčerinska družba ni v večinski lasti GEN oziroma ni odvisna družba GEN**. Prednost ustanovitve nove družbe kot nosilca investicije v JEK2 je predvsem v tem, da so mogoči **kapitalski vložki** novih zasebnih partnerjev (investitorjev) **izključno v projekt nove jedrske elektrarne**, ne da bi s tem posegali v obstoječa lastniška razmerja med drugimi družbami v Skupini GEN. Poslovna tveganja in koristi novih investitorjev so torej vezani izključno na uspešnost poslovanja JEK2 **in ne tudi drugih hčerinskih družb**. Za pridobivanje kreditov s strani nove hčerinske družbe za potrebe investicije v JEK2 pa pride v poštev garancija družbe matere oziroma drugih njenih članov (solidarno ali ločeno) in eventualno dodatna državna garancija. Tudi ta varianta ima podobni opombi kot v prejšnji točki, in sicer, da **družba oziroma skupina GEN nima zadostnih lastnih virov za samostojno izvedbo te investicije, v primeru vključevanja družb v zasebni lasti v lastništvo družbe JEK2 pa ravno tako velja, da družbe v zasebni lasti praviloma pričakujejo višjo stopnjo donosa na lastniški kapital, kar bi pomenilo vstop v družbo po nižjih ravneh vrednotenja**

1.1.1.3 Nosilec investicije je nova družba, ki je v (ne)posredni lasti države

Tretja možnost predvideva, da bi bila za izvedbo projekta JEK2 ustanovljena **nova samostojna družba**, ki bi bila **v neposredni lasti Republike Slovenije**, bodisi prek **Slovenskega državnega holdinga (SDH)** oziroma kombinacije družb v državni lasti ali neposredno države kot ustanovitelja. Ta model pomeni izločitev projekta JEK2 iz obstoječe korporacijske strukture Skupine GEN in njegovo vodenje kot **ločene državne investicije**.

Prednost takšnega modela je predvsem v **jasni razmejitvi odgovornosti, finančnih tokov in tveganj** med obstoječimi družbami Skupine GEN in projektom JEK2. Nova družba bi bila lahko **ciljno ustanovljena za gradnjo, financiranje in obratovanje nove jedrske elektrarne**, kar omogoča visoko stopnjo transparentnosti in namensko usmerjenost kapitala. Takšna struktura bi državi omogočila **neposreden nadzor nad projektom** ter enostavnejše vključevanje **strateških ali institucionalnih investitorjev** v kasnejših fazah projekta, bodisi preko kapitalskih vložkov bodisi s partnerskimi dogovori.

Model je posebej primeren v primeru, ko želi država ohraniti **popoln nadzor nad ključnimi strateškimi naložbami** in zagotoviti, da lastniški delež v obstoječi skupini GEN ne bo predmet sprememb ali razredčenja. Prav tako omogoča **neodvisno finančno strukturo** in lažje prilagajanje pravnim, regulatornim in tržnim zahtevam mednarodnih finančnih institucij ali potencialnih soinvestitorjev.

Slabost tega modela pa je v **podvajanju organizacijskih struktur in kompetenc**, saj bi bilo treba v novi družbi vzpostaviti ločene upravljalvske, tehnične in strokovne kapacitete, ki so sicer že razvite znotraj Skupine GEN.

Dodatno bi bilo treba urediti **pogodbene odnose med GEN energija d.o.o. in novo družbo**, zlasti glede prenosa strokovnega znanja, intelektualne lastnine in referenčnih dokumentov, ki so nastali v okviru dosedanjih razvojnih aktivnosti projekta JEK2.

Z vidika financiranja bi bila nova državna družba **v celoti odvisna od državnega proračuna ali državnih garancij**, kar pomeni nekoliko večjo obremenitev javnih financ v začetnih fazah projekta. Kasnejše vključevanje zasebnih investorjev bi bilo mogoče, vendar šele po ureditvi vseh pravnih, tehničnih in varnostnih osnov ter pridobitvi ključnih dovoljenj, kar časovno omejuje fleksibilnost modela.

Kljub tem izzivom ta model **zagotavlja najvišjo stopnjo državnega nadzora in strateško varnost investicije**, zato ostaja relevantna možnost, zlasti če bo vlada Republike Slovenije sprejela odločitev, da se projekt JEK2 obravnava kot infrastrukturna naložba **nacionalnega pomena** in se financira izključno z državnimi oziroma mednarodnimi javnimi viri.

1.1.2 Značilnosti projektne družbe

Na podlagi prejšnjega Odloka o strategiji upravljanja kapitalskih naložb države [1], ki določa, da bo izgradnja JEK2 potekala po principu skupnih vlaganj z udeležbo zasebnih investorjev (domačih in tujih) v projektne podjetju (**ang. *Special Purpose Vehicle – SPV***), bo v nadaljevanju predstavljen predlog ustanovitve **namenske družbe za investicijo v JEK2 (v nadaljevanju: JEK2, d.o.o., oziroma JEK2)**.

Tudi praksa v svetu kaže, da projekti izgradnje novih jedrskih elektrarn praviloma potekajo preko SPV, ki so ustanovljene posebej za načrtovanje, izgradnjo, obratovanje in prodajo električne energije iz nove jedrske elektrarne. Njena ustanovitev omogoča, da so vsi pravni, regulativni, tehnični in finančni vidiki jedrske investicije jasno ločeni od preostalega poslovanja ustanoviteljev, kar povečuje transparentnost in omogoča boljši nadzor nad projektom. Ob pregledu več odločb o državnih pomočeh (denimo Madžarska, Češka) je to bil tudi dogovor z Evropsko komisijo kot ukrep preprečitve prelivanja koristi s SPV na druge naložbe v državni lasti.

Zaradi pravne in ekonomske ločenosti SPV od matičnih podjetij investitorji s tem modelom relativno učinkovito omejijo tveganja na raven projekta samega. V primeru operativnih težav, zamud, prekoračitve stroškov ali regulatornih zapletov so morebitne izgube omejene na sredstva in obveznosti SPV, kar preprečuje vsaj neposredni sistemski vpliv na širše poslovanje investitorjev.

SPV je nosilec vseh ključnih dovoljenj (okoljskih, gradbenih, jedrskih), pogodb z izvajalci in pogodbenimi partnerji ter regulatorno zavezanost do organov nadzora. To omogoča jasno razmejitev odgovornosti med projektne družbo, njenimi ustanovitelji ter izvajalci, kar poenostavlja upravljanje projektne tveganj in omogoča učinkovitejšo pravno zaščito vseh vpletenih strani.

Struktura SPV načeloma omogoča vključitev različnih vrst vlagateljev (npr. države, državnih podjetij, zasebnih vlagateljev, infrastrukturnih skladov in kasneje tudi institucionalnih vlagateljev, kot so denimo pokojninski skladi), ki lahko sodelujejo z različno stopnjo kapitalske izpostavljenosti, vrst kapitalske udeležbe in upravljaljskih pravic. Jasno določena pravila so poleg pričakovanih koristi in tveganj projekta glede kapitalskih deležev, razdelitve dobička in obvladovanja tveganj so ključna za privabljanje dodatnega kapitala v projekt.

SPV je osnovna struktura pri uporabi, t. i. projektne financiranja (*»project finance«*), kjer se financiranje opira na pričakovane prihodke in premoženje samega projekta. V tem okviru se zavarovanja, pogodbe in servisiranje dolga vežejo izključno na denarne tokove SPV, brez neposrednega jamstva ustanoviteljev (omejena odgovornost), kar omogoča večjo finančno vzdržnost jedrskih investicij za takšne vlagatelje.

Jedrski projekti v svetu in zlasti v Evropi praviloma vključujejo elemente državne podpore v različnih oblikah, od očitnih (državna vlaganja, garancije ipd.) na eni strani do izjemno pomembnih, a manj očitnih, kot so zagotavljanje pravne varnosti in stabilnosti poslovnega okolja skozi razne zaveze, saj gre praviloma tudi ne upošteva je ravnanja z jedrskimi odpadki in razgradnje elektrarne za približno stoletne projekte. Vloga države je v zadnjem obdobju izjemno pomembna tudi v vnaprejšnji opredelitvi poslovnega modela elektrarne v času izgradnje in obratovanja, kjer države prevzemajo pomemben del cenovnih ali količinskih tveganj proizvodnje električne energije – sem sodijo npr. pogodbe za razliko - CfD, državne garancije za kritje stroškov obratovanja ali dolgoročne pogodbe o odkupu - PPA. SPV običajno nastopa kot prejemnik teh podpor, kar omogoča jasen ne le nadzor nad upravičenostjo, temveč tudi že evidentiranje uporabe sredstev ter olajša dokazovanje skladnosti s pravili EU o državnih pomočeh.

SPV kot samostojen tržni subjekt sklepa pogodbe za prodajo proizvedene električne energije, najema izvajalce za gradnjo in obratovanje elektrarne ter izvaja vse komercialne aktivnosti, povezane s projektom. Odgovoren je za delovanje na organiziranem trgu z električno energijo ter za izpolnjevanje vseh pogodb z dobavitelji, kupci in regulatorji, v času izgradnje elektrarne pa je tudi že odgovoren za doseganje zastavljenih rokov v okviru investicijskega proračuna ter pripravo na obratovanje.

Ločena struktura SPV omogoča vlagateljem in ustanoviteljem, da po zaključku gradnje ali v času obratovanja izvedejo delni ali popolni izstop iz projekta (npr. prodajo lastniškega deleža) brez vpliva na ostale poslovne dejavnosti. To je še posebej pomembno za institucionalne vlagatelje ali sklade, ki projekt obravnavajo kot časovno omejeno naložbo oziroma za katere je projekt pred pričetkom obratovanja preveč tvegan, kasneje pa so pripravljene ob nižjih pričakovanih donosih vstopiti v naložbo, ki je več ne bremeni verjetnost zamude ali celo neizvedbe projekta ter zlasti ekonomsko tveganje podražitve in podaljšanja gradnje ter kasnejšega pričetka generiranja prihodkov.

1.1.2.1 Statusna oblika družbe

SPV bi bil lahko pravnoorganizacijsko oblikovan ob možnih hibridnih opcijah zlasti kot delniška družba ali družba z omejeno odgovornostjo. Ena in druga statusno pravna oblika omogočata postopnost vključevanja investorjev v korporacijsko strukturo. Hčerinska družba je lahko najprej popolnoma odvisna družba od GEN, postopoma in v skladu s potrebami in interesom investorjev pa se vanjo lahko vključujejo novi investorji. Seveda pa je mogoče že v izhodišču ob ustanovitvi postaviti zeleno končno kapitalsko strukturo, mogoče pa so tudi vmesne možnosti, ko se investorji postopoma vključujejo v investicijo, kar pri dolgoročnih projektih, tudi pri gradnji jedrskih elektrarn, ni redkost. Pomembna prednost teh modelov je, da omogočajo postopno vplačevanje kapitala, ki se lahko prilagaja dinamiki izvedbe izgradnje objekta. V tem oziru je pomembno opozorilo, da GEN ohranja svoj prevladujoč vpliv le toliko časa, dokler ima v hčerinski družbi večinski delež oz. prevladujoč vpliv na drugih podlagah.

DELNIŠKA DRUŽBA: Oblika delniške družbe ponuja širše možnosti za zbiranje kapitala s ponudbo lastniških vrednostnih papirjev na kapitalskem trgu, z zasebno ali javno začetno ponudbo ali naknadno emisijo novih delnic. Primerna je tudi, če obstaja interes za bolj razpršeno kapitalsko strukturo poleg GEN kot glavnega delničarja. Zato pa je notranja ureditev delniške družbe manj prilagodljiva in v teh okvirih je bistveno težje opredeliti posebne pravice posameznih članov (delničarjev) ob spoštovanju načela enakopravne obravnave delničarjev. To je sicer možno uravnavati z izdajo različnih vrst prednostnih delnic, a to praviloma vnese večjo kompleksnost v korporativno upravljanje.

DRUŽBA Z OMEJENO ODGOVORNOSTJO: Statusna oblika družbe z omejeno odgovornostjo omogoča neposrednejši nadzor GEN in eventualnih drugih družbenikov nad poslovanjem hčerinske družbe. Primernejša je zlasti za manjše število družbenikov, ki so pripravljene prispevati večje zneske kapitala. Pomembna prednost statusno-pravne oblike družbe z omejeno odgovornostjo je tudi razmeroma visoka stopnja dispozitivnosti pri oblikovanju medsebojnih razmerij med družbeniki, kar omogoča tudi izvedbo modelov, da posamezni člani pridobivajo vnaprej določene količine električne energije pod vnaprej določenimi (finančnimi) pogoji – PPA je lahko že zapisan v družbeno pogodbo. Zelo pazljivo pa je treba pristopiti k morebitnemu zagotavljanju stroškovne cene, če je ta že vnaprej opredeljena. Takšen model je lahko problematičen v primeru, da je stroškovna cena v določenem obdobju višja od tržne in če družbenik v takšnem položaju ni sposoben zagotavljati plačila dolžne stroškovne cene, ki je družba ne more realizirati s kritno prodajo na trgu.

1.1.2.1.1 Predlog izbora statusne oblike

Z vidika narodnega gospodarstva in obveznosti, ki jih prevzema Republika Slovenija in izhajajo iz lokacije jedrskega objekta, je ključno, da ima v taki projektni družbi večinski lastniški delež GEN kot družba v državni lasti in kot nosilka načrtovane investicije v drugi blok jedrske elektrarne vsaj do trenutka, ko potrebna sredstva za investicije presežejo zmoglosti družbe GEN (do končne investicijske odločitve).

Ena pomembnejših razlik med delniško družbo in družbo z omejeno odgovornostjo je namreč v pravni naravi temeljnega statusno pravnega akta, torej statuta oziroma družbene pogodbe. Bistvena je predvsem razlika v stopnji avtonomije in dispozitivnosti pri urejanju medsebojnega razmerja med člani družbe ob vsebinsko enakem nivoju korporacijskih pravic. Člani družbe imajo v obeh družbah enaka temeljna korporacijska upravičenja (pravico do sodelovanja pri upravljanju, pravico do udeležbe na dobičku in pravico do ostanka likvidacijske mase), vendar je specifična teža teh treh elementov različna. Če odmislimo pravico do ostanka likvidacijske mase, ki dobi svojo težo šele v primeru prenehanja pravne osebe, se bomo osredotočili na preostale pravice. V pravni obliki delniške družbe je poudarjen element udeležbe na dobičku, temu primerno pa je omejena lastniška vloga vlagatelja. Ta je v osnovni funkciji koncentrirana na imenovanje organov poslovanja in nadzora, pri čemer se je mogoče odločiti za enotirni (upravni odbor kot združen organ poslovanja in nadzora) in dvotirni sistem upravljanja (nadzorni svet kot organ nadzora, ki imenuje upravo, in uprava kot poslovodni organ). Pristojnosti skupščine kot organa lastnikov je omejena na z zakonom določena vprašanja. Zato je neposreden vpliv lastnikov na poslovanje družbe omejen. Tudi pri družbi z omejeno odgovornostjo sicer izhodiščno velja vsebinsko podobna postavitev razmerja med organi družbe, vendar je mogoče ta razmerja s pogodbo urejati tudi drugače. Za delniško družbo velja določba drugega odstavka 183. člena ZGD-1, ki pravi, da lahko statut delniške družbe drugače uredi posamezna vprašanja, ki jih ureja zakon, samo če zakon to izrecno določa. To pomeni, da je v primeru delniške družbe mogoče zelo omejeno in samo na podlagi izrecnega pooblastila odstopati od zakonsko določenega modela. Takšna omejitev za družbo z omejeno odgovornostjo ne velja.

Že v izhodišču je pri družbi z omejeno odgovornostjo z zakonom določen model upravljanja s skupščino, ki združuje lastniško in lahko tudi nadzorno funkcijo, nadzornim svetom ter poslovodstvom, ki opravlja poslovodno funkcijo. Dopustno je, da se delitev pristojnosti med organi določi na poseben način, ki odgovarja posebnemu interesu družbenikov. Prav tako v delniški družbi niso dopustni bistveni odmiki (izjema so prednostne delnice, katerih vsebina pa je spet strogo določena z zakonom) od kapitalskega odločanja po načelu sorazmernosti korporacijskih pravic z udeležbo v kapitalu. S pogodbo v družbi z omejeno odgovornostjo pa se je mogoče dogovoriti tudi glede teh odklikov.

Zato je pri kakršnikoli odločitvi, ko ustvarjeni dobiček ni edini in pretežni interes družbenikov, družba z omejeno odgovornostjo najprimernejša oblika.

Temeljni akt družbe z omejeno odgovornostjo je družbena pogodba, katere sestavine so predpisane z zakonom. Določba tretjega odstavka 474. člena ZGD-1 [2] določa le nujne bistvene vsebine, ki so nujne za nastanek in delovanje družbe z omejeno odgovornostjo kot pravne osebe. Te sestavine so:

- *navedbo imena in priimka ter prebivališča ali firme in sedeža vsakega družbenika;*
- *firno, sedež in dejavnost družbe;*
- *navedbe o oblikovanju ostalih sestavin kapitala, ki se z Aktom opredeljujejo (statutarne, kapitalske rezerve oz. naknadna vplačila...);*
- *čas delovanja družbe, če je ustanovljena za določen čas;*
- *morebitne obveznosti, ki jih imajo družbeniki do družbe poleg vplačila osnovnega vložka, in morebitne obveznosti družbe do družbenikov.*

Pomembna je predvsem zadnja od naštetih alinej, ki že pri samem oblikovanju družbe kot pravne osebe omogoča, da se družbeniki zavežejo k dodatnim obveznostim, ki jih prevzemajo v odnosu do družbe, kar velja predvsem za obveznosti zagotavljanja dolžniškega financiranja, odkupa električne energije pod vnaprej določenimi pogoji in podobno. Prav tako je ta določba lahko podlaga za določitev obveznosti družbe do družbenikov za zagotavljanje moči in energije pod vnaprej dogovorjenimi pogoji (v tej smeri izrecno tudi 493. člen ZGD-1).

Ena od pravnih značilnosti organizacijske oblike družbe z omejeno odgovornostjo je tudi poudarjena lojalnost med družbeniki in družbo. Člane družbe se lahko v odnosu do družbe močneje zaveže k ravnanjem v korist družbe. Ob neizpolnjevanju obveznosti do družbe pa se lahko predvidi tudi postopek izključitve družbenika. Nadalje je prenos poslovnih deležev že po zakonu predmet predkupne pravice, kar olajšuje nadzor nad spreminjanjem članov družbe. Za uveljavljanje predkupne pravice veljajo v osnovi splošna pravila, ki pa jih je mogoče prilagoditi posebnim okoliščinam. Predvsem je mogoče dogovoriti bistveno daljši rok, v katerem lahko ostali družbeniki sprejmejo ponudbo družbe-nika, ki želi svoj delež prodati.

Zaradi navedenega se za **statusno obliko projektne družbe JEK2 predlaga oblika družbe z omejeno odgovornostjo, v katero se združujejo investitorji na podlagi interesa investiranja v JE2 ter morebiti tudi zagotavljanja moči in odjema električne energije v času obratovanja JEK2.**

1.1.2.2 Ustanovitve družbe

Družba z omejeno odgovornostjo (v nadaljevanju: d.o.o.) je družba, katere osnovni kapital sestavljajo osnovni vložki družbenikov. Na podlagi osnovnega vložka in sorazmerno z njegovo vrednostjo v osnovnem kapitalu pridobi družbenik svoj poslovni delež, ki je izražen v odstotkih. Vsak družbenik lahko ob ustanovitvi prispeva le en osnovni vložek in ima le en poslovni delež. Za obveznosti družbe z omejeno odgovornostjo družbeniki niso odgovorni.

Družbo lahko ustanovi ena ali več fizičnih ali pravnih oseb, ki postanejo z ustanovitvijo družbe družbeniki. Družba ima lahko največ 50 družbenikov, ki med sabo sklenejo družbeno pogodbo kot temeljni akt družbe, za katero zakon določa obvezne sestavine. Osnovni kapital mora znašati vsaj 7.500 EUR, vsak osnovni vložek pa najmanj 50 EUR. Osnovni vložek je lahko zagotovljen v denarju ali kot stvarni vložek ali stvarni prevzem.

Če se osnovni kapital ali njegov del izroči kot stvarni vložek, se morajo v pogodbi ali prilogi, ki je sestavni del pogodbe, navesti predmet vsakega stvarnega vložka posebej, znesek osnovnega vložka, za katerega se daje stvarni vložek, in družbenik, ki je stvarni vložek prispeval.

1.1.2.2.1 Osnovni kapital

Za ustanovitev projektne družbe se predlaga, da se le-ta ustanovi s predvidenim denarnim vložkom, ki ga prispeva ustanovitelj in edini družbenik GEN. Takšna ustanovitev družbe z enim družbenikom je hitra in enostavna. Naknadno pa naj se družba dokapitalizira s stvarnim vložkom – gre za sredstva družbe GEN, ki jih le-ta pripoznava za izvajanje aktivnosti investicije v JEK2.

Za dokapitalizacijo družbe s stvarnim vložkom morajo biti izpolnjene nekatere zahteve; stvarni vložek mora imeti objektivno določljivo gospodarsko vrednost, mora biti ovrednoten in njegova vrednost zapisana v pogodbi o izročitvi. Nadalje je formalni postopek dokapitalizacije družbe s stvarnim vložkom strogo formalno obličen:

- **opredelitev stvarnih vložkov v družbeni pogodbi:** navede se predmet vsakega stvarnega vložka, znesek osnovnega vložka, za katerega se daje stvarni vložek in družbenik, ki je vložek prispeval,
- **poročilo o stvarnih vložkih:** v poročilu se navedejo predmeti stvarnih vložkov, dejstva, ki dokazujejo, da vrednost vložka ni manjša od višine prevzetega osnovnega vložka in morebitne obremenitve,
- **cenitev predmeta stvarnega vložka:** za stvarni vložek, ki je višje vrednosti od 100.000 EUR, je potrebna ocena revizorja,
- **priglasitev transakcije na FURS:** za davčno nevtrarno izvedbo transakcije je potrebno sestaviti in vložiti pripraviti davčno priglasitev.

1.2 Kadrovski in organizacijski načrt

Vsaka jedrska država mora skladno s Konvencijo o jedrski varnosti zagotoviti ustrezne finančne vire in zadostno število kvalificiranega osebja za varnost jedrskih objektov v vseh fazah projekta in njegovega življenjskega cikla. Slovenija ima vzpostavljen jedrski regulatorni organ, Upravo Republike Slovenije za jedrsko varnost (v nadaljevanju URSJV) in zakonske podlage, ki jih morajo upoštevati investitorji in upravljavci jedrskih objektov. Na jedrskem področju je ključen Zakon o varstvu pred ionizirajočimi sevanji (ZVISJV-1), ki med drugim določa, da mora investitor in kasneje upravljavec v vseh fazah objekta, od umeščanja v prostor, projektiranja, gradnje, poskusnega obratovanja in obratovanja, prenehanja obratovanja do konca razgradnje sevalnega ali jedrskega objekta zagotoviti zadostno število delavcev s primernimi znanji in spretnostmi, ki so usposobljeni in dodatno šolani za vse dejavnosti v zvezi s sevalno in jedrsko varnostjo glede na fazo objekta. Pri tem pa mora zagotoviti ustrezen odnos delavcev do sevalne in jedrske varnosti [2][1].

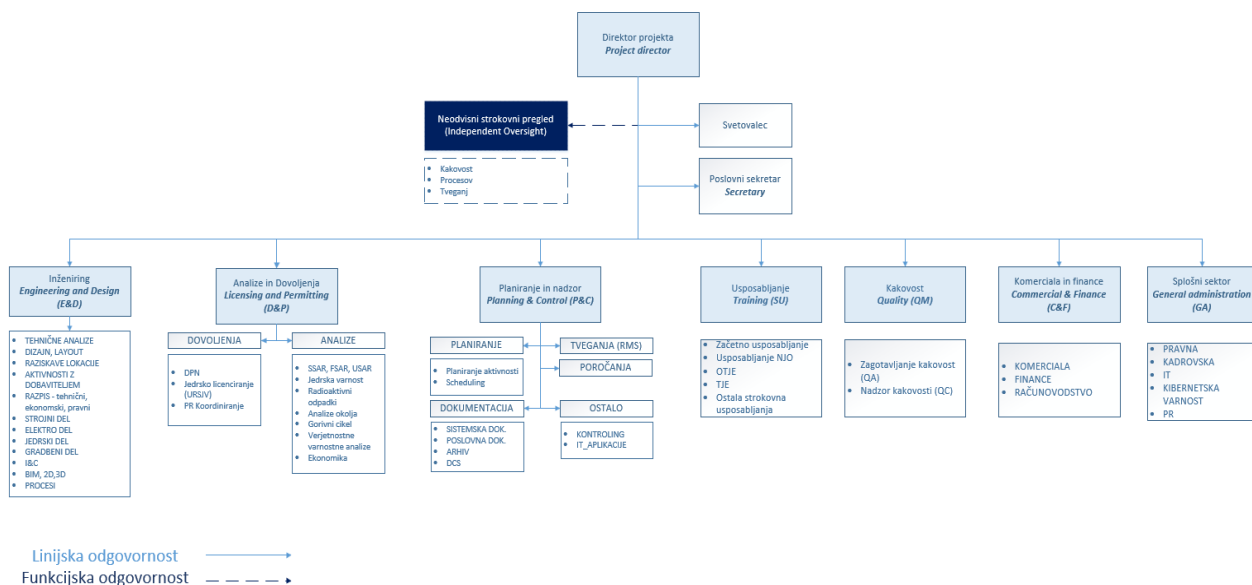
Tudi drugi akti, kot je Pravilnik o dejavnostih sevalne in jedrske varnosti, podrobno predpisuje zahteve za kompetence zaposlenih in zahteva desetletni načrt zaposlovanja, ki ga je treba posodabljanje na vsaka tri leta. Kadrovska kompetentnost je tudi eden izmed pomembnih kriterijev, po katerem ustreznost in resnost investitorja ocenjujejo mednarodne organizacije, kot sta WANO in IAEA, hkrati pa te ocene upoštevajo tudi izvajalci in mednarodni investitorji. Mednarodne izkušnje kažejo, da je zgodnje zaposlovanje in usposabljanje kadrov ključno za uspeh jedrskih projektov.

Pridobivanje ustreznih kadrov bo eden izmed kritičnih dejavnikov uspeha projekta. Priporočila WANO navajajo, da je pred podpisom pogodbe potrebno imeti okoli 200 usposobljenih delavcev [3], kar potrjuje tudi IAEA referenca [4], ki izpostavlja podobne številke (npr. v fazi priprave razpisa in v fazi izbora dobavitelja cca. 80-120 izkušenih strokovnjakov). Za uspešno zapolnitev ključnih delovnih mest je treba z zaposlovanjem začeti pravočasno, da se novi zaposleni ustrezno usposobijo, pridobijo potrebne kompetence in se seznanijo s podjetjem ter projektom. V Sloveniji je bazen tehničnih in inženirskih kadrov omejen, saj se kaže pomanjkanje strokovnjakov na vseh ravneh izobraževalnega sistema. Zato bo treba v zaposlovanje vključiti tudi mlade strokovnjake po zaključku študija, ob upoštevanju, da bodo potrebovali dodatno specializirano izobraževanje

in praktično usposabljanje, ki lahko traja leto dni ali več. Del izkušenih kadrov se bo lahko pridobilo iz obstoječih podjetij Skupine GEN, pri tem pa mora biti postavljena jasna meja in politika zaposlovanja, ki ne sme ogroziti obratovanja obstoječih enot. Ta zahteva izhaja tudi iz WANO [3] priporočil.

1.2.1 Organizacijska struktura

Organizacijska struktura za potrebe projekta JEK2 je narejena na podlagi referenčnih jedrskih projektov, odraža pa razporeditev zaposlenih po specifičnih funkcijah ter njihovo umestitev v ustrezne sektorje, službe ali oddelke, kjer lahko optimalno prispevajo k uspešnosti projekta JEK2. Organizacija se bo glede na fazo in potrebe projekta tudi spreminjala.



Slika 1: Organizacijska shema podjetja JEK2 d. o. o. s funkcijami in ključnimi odgovornostmi

Osnovno organizacijsko shemo sestavlja sedem sektorjev, znotraj katerih bodo podrobneje razdelani oddelki oz. službe z delovnimi mesti. Ob ustanovitvi se predvideva tudi, da se bodo določene funkcije in delovna mesta določen čas najemala s strani družbe GEN.

1.2.2 Načrt zaposlovanja

Uspeh projekta bo v veliki meri odvisen od pravočasnega in ciljno usmerjenega zaposlovanja, sistematičnega usposabljanja ter razvoja kadrovskih kompetenc, ki so potrebne za varno in učinkovito obratovanje jedrske elektrarne.

V prvi vrsti je pomembno sestaviti ustrezno vodstveno ekipo, katere osnovna naloga je oblikovati celovit načrt, ki določa cilje, roke, proračune in odgovornosti. Vodstvo ne le upravlja projekte, temveč gradi jedrsko kulturo nenehnega učenja in prilagajanja. Sposobnost prilagajanja je tako ključna za dolgoročno uspešnost.

Načrt zaposlovanja se bo prilagajal fazam projekta, saj se specifične kompetence spreminjajo v skladu s potrebami in razvojem projekta. Ob ustanovitvi SPV JEK2 se predvideva zaposlitev večinoma tehničnega kadra, ki že danes dela na projektu JEK2 v okviru Sektorja za nove jedrske objekte v družbi GEN. V prvih 4 letih poslovanja kadrovski načrt predvideva zaposlitev 30-35 strokovnjakov letno. Največji delež bo strokovnjakov s tehničnega področja (inženiring, dovoljenja, analize, planiranje in nadzor,...), preostali bodo zaposleni v splošnem sektorju, financah in komerciali ter kakovosti in nadzoru. Cilj je, da bi družba do leta 2028, ko je

postavljen prvi mejnik FID, zaposlovala okoli 160 oseb, kar je kljub visoki številki še vedno manj kot prikazuje praksa na podobnih projektih.

1.2.3 Načrt usposabljanja

Jedrska industrija zahteva izjemno visoko raven varnostnih in tehničnih kompetenc, zato je usposabljanje kadrov ena najpomembnejših nalog projekta JEK2. Vsak zaposleni mora skozi celoten karierni cikel vzdrževati in nadgrajevati svoja znanja, da je kos specifičnim zahtevam industrije, ki se nenehno razvijajo. Glede na kompleksnost nalog, s katerimi se bodo soočili zaposleni, je povprečno trajanje usposabljanja novo zaposlenih med 1-2 let, preden so ti popolnoma usposobljeni za samostojno delo.

Za uspešno izvajanje projekta JEK2 bo vzpostavljen celovit sistem izobraževanja, ki bo vključeval različne programe, prilagojene specifičnim potrebam projekta. Ti programi bodo obsegali:

- Začetno usposabljanje: Traja 1 mesec na sedežu podjetja, kjer se novo zaposlene seznanijo z delovanjem podjetja, njegovimi nalogami in predstavijo službe in oddelke.
- Nove jedrske elektrarne (NJE): Traja 1 mesec in bo posebej prilagojen program za zaposlene na JEK2, ki bo vključeval najnovejše tehnologije, postopke in varnostne standarde, razvite za specifične potrebe elektrarne, po potrebi pa tudi:
- Osnove teorije jedrskih elektrarn (OTJE): Ta dvomesečni tečaj je osredotočen na praktične operativne naloge, kot so varno delovanje in vzdrževanje jedrske elektrarne.
- Teorijo jedrskih elektrarnah (TJE): Traja od 6 do 8 mesecev in pokriva temeljna področja delovanja jedrske elektrarne, vključno z jedrsko fiziko, sevalno varnostjo, jedrsko tehnologijo in operativnimi postopki.

Poleg osnovnih izobraževalnih programov bo zaposlenim omogočena tudi udeležba na ostalih mednarodnih izobraževanjih in strokovnih konferencah (IAEA, OECD NEA, NENE,...) kjer bodo lahko izmenjevali izkušnje in širili svoja znanja v sodelovanju z mednarodnimi strokovnjaki.

Varnostna kultura je v jedrski industriji ena ključnih vrednot, ki jo je treba nenehno negovati. Vse zaposlene je potrebno redno usposabljati, da se zavedajo pomena varnosti in da njihove naloge neposredno vplivajo na varno delovanje jedrske elektrarne. Zato bodo v projekt vključeni tudi obsežni programi za usposabljanje iz mehkih veščin, kot so vodenje, krizno upravljanje, medosebne veščine in skupinsko delo.

V okviru projekta JEK2 bo velik poudarek tudi na mednarodnem sodelovanju. Usposabljanje zaposlenih bo vključevalo izmenjave s tujimi jedrskimi elektrarnami in mednarodnimi organizacijami, kot sta IAEA in WANO. Mednarodne smernice in najboljše prakse bodo vključene v vsakodnevno delovanje projekta, kar bo omogočilo prenos najsodobnejših znanj in tehnologij v slovensko jedrsko industrijo.

1.3 Tržna dejavnost Jedrske elektrarne Krško 2

Glavni tržni produkt jedrske elektrarne je električna energija, pri čemer se jedrski vir uvršča med zanesljive in nizkoogljicne vire za dolgoročno in stabilno oskrbo. Zaradi svojih tehničnih značilnosti in obratovalnih režimov jedrske elektrarne največjo dodano vrednost v največji meri ustvarjajo v obliki **pasovne energije (baseload)**, z določenim potencialom za prilagajanje obremenitvi in zagotavljanje sistemskih storitev. Spodaj so predstavljene ključne oblike proizvodov, ki jih jedrska elektrarna trži na trgu ali v okviru dolgoročnih pogodb.

1.3.1 Pasovna električna energija

Pasovna proizvodnja električne energije pomeni stabilno in neprekinjeno delovanje elektrarne z nazivno ali konstantno močjo ne glede na trenutne spremembe odjema v elektroenergetskem sistemu. Jedrske elektrarne so zaradi svoje zasnove, visoke razpoložljivosti (>90 %) ter dolgega obdobja med remontami (18–24 mesecev) posebej primerne za zanesljivo pasovno obratovanje. V sistemih, kjer izstopajo iz obratovanja premogovne, starajoče se jedrske in plinske elektrarne, lahko jedrske elektrarne zapolnijo nastalo vrzel pri proizvodnji pasovne energije.

1.3.2 Dodatne možnosti

Ob proizvodnji pasovne električne energije bi lahko JEK2 sodeloval tudi pri prilagajanju proizvodnje glede na trenutno povpraševanje oziroma porabo v elektroenergetskem sistemu. Ta dodatna možnost bi omogočila večjo fleksibilnost in prispevek k stabilnosti omrežja, še posebej ob naraščajočem deležu nestanovitnih obnovljivih virov. JEK2 bi lahko prilagajal izhodno moč med 20 % in 100 % nazivne moči, pri čemer bi bila hitrost prilagajanja odvisna od faze gorivnega cikla in tehnoloških omejitev.

Poleg tega bi JEK2 lahko sodeloval pri izvajanju ključnih sistemskih storitev, kot so uravnoteženje proizvodnje in porabe v realnem času, vzdrževanje frekvence in napetosti znotraj dovoljenih mej, zagotavljanje rezerv moči ter hitro odzivanje na motnje in izpade v omrežju.

Med sistemskimi storitvami, pri katerih bi JEK2 lahko aktivno sodeloval, bi bile še:

- Rezerva za vzdrževanje frekvence (RVF)
- Avtomatska rezerva za povrnitev frekvence (aRPF)

Opcijsko bi dodatni vir prihodka lahko bila tudi prodaja odpadne toplote bližnjim odjemalcem, tako za poljedelske kot industrijske namene, z možnostjo dolgoročne dobave toplote gospodinjstvom v Posavju (daljinsko ogrevanje).

1.3.3 Usmerjenost poslovnega modela

Poslovni model JEK2 bo primarno usmerjen v zanesljivo proizvodnjo pasovne električne energije, kar zagotavlja stabilno in nizkoogljico oskrbo elektroenergetskega sistema v Sloveniji. Hkrati pa bo glede na potrebe elektroenergetskega sistema omogočal tudi prilagodljivo sledenje bremenu ter aktivno zagotavljanje sistemskih storitev. Realizacija teh dodatnih funkcionalnosti pa bo odvisna od razvoja in zahtev celotnega elektroenergetskega sistema v Sloveniji, vključno s spremembami v strukturi proizvodnje, povpraševanju in z integracijo obnovljivih virov energije. Tako bo JEK2 zmožen fleksibilno odgovarjati na prihodnje izzive in potrebe trga ter prispevati k stabilnosti in zanesljivosti slovenskega omrežja.

1.4 Možni poslovni modeli JEK2

Način trženja električne energije iz jedrske elektrarne je ključen element omejevanja tveganj poslovnega modela, saj lahko bistveno vpliva na tveganost poslovanja JEK2 in srednjeročno stabilnost obratovanja. Zaradi kapitalsko intenzivne narave in nizkih obratovalnih stroškov je jedrska elektrarna praviloma zasnovana kot vir pasovne energije, ki obratuje z visoko razpoložljivostjo in predvidljivo proizvodnjo. To ji omogoča vključevanje v različne prodajne modele – od neposredne prodaje po stroškovni ceni povezanim subjektom, do tržnih mehanizmov, kot so pogodbe za razliko (CfD), dolgoročne pogodbe o odkupu električne energije (PPA),

prodaja na organiziranih trgih (terminalske pogodbe, spot trgovanje...). Pogosto se v praksi uveljavlja hibridni model, ki združuje več teh pristopov in tako zagotavlja ravnotežje med prihodkovno stabilnostjo in odzivnostjo na gibanje tržnih cen. Pri izdelavi poslovnega modela je čas uporabe CfD in PPA praviloma dolg nekaj desetletij.

1.4.1 Prodaja lastniku po stroškovni ceni

Jedrska elektrarna prodaja proizvedeno elektriko svoji lastniško povezani matični družbi (v našem primeru GEN energiji) po ceni, ki pokriva njene obratovalne in investicijske stroške. Možna je določitev fiksne marže. V tem primeru dobičke in tudi tveganja prevzema lastnik.

<p>Prednosti</p> <ul style="list-style-type: none"> – Stabilni in predvidljivi prihodki – Nizko tveganje, omogoča dolgoročno planiranje – Preprosta pogodbeno-pravna struktura – Učinkovita znotraj vertikalno integriranih skupin 	<p>Slabosti</p> <ul style="list-style-type: none"> – Ni neposredne izpostavljenosti tržnim priložnostim – Odvisnost od finančne moči matične družbe
<p>Priložnosti</p> <ul style="list-style-type: none"> – Možnost dolgoročnega načrtovanja naložb – Lahko se kombinira z lastništvom uporabnikov 	<p>Tveganja</p> <ul style="list-style-type: none"> – Politična izpostavljenost državnih struktur – Regulatorne spremembe lahko zahtevajo ločeno trženje

Primer: Obratovanje Nuklearne elektrarne Krško (NEK). NEK prodaja električno energijo po lastni ceni lastnikoma (GEN in HEP). Po zelo podobni logiki tudi družba HESS prodaja električno energijo iz hidroelektrarn na spodnji Savi obema družbenikoma (GEN in HSE).

1.4.2 Prodaja produkta preko namenske družbe

Družba, ki upravlja jedrsko elektrarno proda električno energijo po vnaprej določeni ceni namenski družbi, ki nato prodaja električno energijo na trgu. Ta namenska družba deluje kot posrednik med proizvajalcem in trgom ter je pogosto **v neposredni ali posredni lasti države** oziroma ima **državno garancijo za izpolnjevanje svojih obveznosti**. Država torej prevzema cenovna in lahko tudi količinska tveganja.

Za ta poslovni model so značilni tudi finančni mehanizmi, s katerimi se porazdelijo tveganja, vzpostavijo finančni tokovi in zagotovijo pogoji za vzdržnost projektov.

1.4.2.1 Finančni mehanizmi

V nadaljevanju je pregled ključnih **finančnih mehanizmov**, ki se uporabljajo pri gradnji in obratovanju kapitalsko intenzivnih projektov, kot so jedrske elektrarne:

Ključni finančni mehanizmi vključujejo:

1. Pogodbe za razliko (Contract for Difference – CfD)
2. Državne garancije ali poročstva
3. Stabilizacijski oziroma poravnalni skladi
4. Projektno financiranje (financiranje na podlagi denarnih tokov)
5. Povratni mehanizmi preko omrežnin ali tarif (levy scheme)

Contract for Difference (CfD) je finančni mehanizem, ki proizvajalcem električne energije zagotavlja **stabilne in predvidljive prihodke** ne glede na nihanja tržnih cen energije. V osnovi deluje tako, da se **tržna cena**

elektrike primerja z vnaprej dogovorjeno pogodbeno ceno, imenovano "strike price". Če tržna cena pade pod to vrednost, proizvajalec prejme **odškodnino za razliko**, če pa je tržna cena višja, se razlika v nekaterih modelih vrne pogodbenemu partnerju, na primer državi ali namenski družbi. CfD s tem deluje kot nekakšna varovalka, ki **zmanjšuje prihodkovno negotovost** in omogoča lažje financiranje velikih projektov, kot so jedrske elektrarne.

Obstajata dve osnovni vrsti CfD: **enostranski in dvostranski**. Pri **enostranskem CfD** proizvajalec prejme doplačilo, kadar je tržna cena nižja od dogovorjene cene, vendar ob višji tržni ceni **obdrži celoten presežek**. Ta model je bolj ugoden za proizvajalca, saj ima zagotovljeno minimalno ceno, hkrati pa lahko izkoristi tudi visoke tržne cene. Po drugi strani pa prinaša večje tveganje za državo ali druge plačnike, saj morajo kriti razliko vedno, kadar tržne cene padejo pod prag.

Dvostranski CfD pa deluje kot fiksna cena, kjer proizvajalec vedno prejme efektivno enak prihodek. Če je tržna cena nižja od pogodbeno določene, prejme doplačilo, če pa je višja, mora presežek vrniti. Ta model **tveganje in dobičke bolj enakomerno porazdeli med proizvajalca in državo**, kar prinaša večjo predvidljivost za obe strani. Dvostranski CfD je pogosto uporabljen v projektih jedrskih novogradenj in obnovljivih virov energije, saj omejuje višino državne pomoči projektu in zato manj vpliva na konkurenčne razmere na trgih proizvodnje električne energije.

Na splošno CfD predstavlja učinkovit način za zagotavljanje **finančne stabilnosti energetske intenzivnih projektov**. Dvostranski CfD še posebej omogoča **uravnoteženje tveganj** in spodbuja odgovorno obnašanje proizvajalcev glede proizvodnje in prodaje električne energije, saj so motivirani optimizirati izkupiček v okviru pogodbenih omejitev. Zato je ta mehanizem postal ključni instrument podpore jedrskim projektom v številnih evropskih državah.

Državne garancije ali poroštva povečajo boniteto projekta in znižajo stroške dolžniškega kapitala, saj zmanjšajo kreditno tveganje. **Stabilizacijski skladi** služijo kot rezerva za pokrivanje razlik v prihodkih v letih z negativnim tržnim izidom. **Projektno financiranje** omogoča financiranje na podlagi pričakovanih denarnih tokov projekta, brez regresne pravice do sponzorjev, ob predpostavki zadostne varnosti prihodkov. **Povratni mehanizmi**, kot so doplačila k omrežninam ali tarifam, pa zagotavljajo pokritje obveznosti iz naslova pogodbenih aranžmajev (npr. CfD) prek končnih uporabnikov.

Skupaj ti mehanizmi tvorijo temelje za financiranje in dolgoročno stabilnost jedrskih projektov.

<p>Prednosti</p> <ul style="list-style-type: none"> – Stabilni in predvidljivi prihodki, kljub tržnim nihanjem – Zmanjšuje tveganja za vlagatelje – Finančni mehanizmi (npr. dvostranski CfD) omogočajo pravično razdelitev dobičkov/tveganj 	<p>Slabosti</p> <ul style="list-style-type: none"> – Zahteva podporo države – Kompleksna pravno-formalna ureditev – Uspešnost odvisna od pravilnega določanja »strike price«
<p>Priložnosti</p> <ul style="list-style-type: none"> – Podpora EU za nizkoogljicne vire – Pridobitev cenejšega kapitala zaradi manjše izpostavljenosti tveganju 	<p>Tveganja</p> <ul style="list-style-type: none"> – Nepravilna zasnova finančnih mehanizmov lahko vodi v finančno breme države ali potrošnikov

Primer: Hinkley Point C, EDU II

1.4.3 Prodaja produkta preko dolgoročnih pogodb o zakupu

Power Purchase Agreement (PPA) je dolgoročna pogodba o odkupu električne energije med proizvajalcem energije in kupcem, ki je lahko industrijski odjemalec, trgovec ali v nekaterih primerih tudi država oziroma posebna družba. PPA določa ceno, trajanje in druge pogoje prodaje električne energije, s čimer zagotavlja proizvajalcu stabilne prihodke in kupcu zanesljiv dostop do energije po predvidljivih pogojih.

PPA se pogosto uporablja za financiranje velikih energetskega projektov, saj znižuje tržno tveganje proizvajalca, ki ima zagotovljenega kupca za daljše obdobje, običajno od vsaj 10 do 25 let. Cena v pogodbi je lahko fiksna, lahko pa je določena tudi s formulo, ki upošteva tržne indekse ali druge parametre, kar omogoča prilagodljivost glede na nihanja cen.

PPA pogodbe so pomembne predvsem na trgih, kjer ni vzpostavljenih sistemov subvencij ali drugih mehanizmov, kot je CfD, saj omogočajo neposredno dogovarjanje med proizvajalcem in kupcem brez posrednikov. Prav tako omogočajo industrijskim podjetjem, da si zagotovijo trajnostno energijo po konkurenčnih cenah, kar je v zadnjem času vse bolj pomembno zaradi okoljskih ciljev in regulativ.

Prednosti <ul style="list-style-type: none">– Tržno dokazana finančna vzdržnost– Zagotovljeni dolgoročni prihodki– Možnost prilagoditve (cena, količina)	Slabosti <ul style="list-style-type: none">– Kompleksno pogajanje in pravna dokumentacija– Potrebuje podlogo v močnem trgu z velikimi odjemalci– Tržno tveganje v primeru nestabilnega ali nereguliranega trga– PPA se praviloma sklepajo za obdobja do 10 let, redko za do 20 let, kar je precej krajše od predvidene življenjske dobe elektrarne
Priložnosti <ul style="list-style-type: none">– Povečanje povpraševanja po zeleni energiji– Razvoj trga korporativnih PPA– Podpora domačim električno intenzivnim podjetjem z zanesljivostjo in konkurenčnostjo dobave	Tveganja <ul style="list-style-type: none">– Prekinitve ali insolventnost kupca lahko ogrozijo projekt– Pravna ali politična nestabilnost– Pogled Evropske komisije je lahko negativen upošteva nedavne odločitve

1.4.4 Prodaja produkta preko terminskih pogodb na trgu

Pri prodaji električne energije preko terminskih pogodb se proizvajalec vnaprej zaveže k dobavi določene količine elektrike po fiksni ali indeksirani ceni v določenem prihodnjem obdobju. Te pogodbe so pogosto sklenjene z energetske borzo (npr. EEX) ali neposredno z velikimi odjemalci/trgovci. Primerne so za delno (največ nekajletno) zaklepanje prihodkov in zmanjševanje cenovnega tveganja.

Prednosti <ul style="list-style-type: none">– Zaklep prihodkov za določeno obdobje– Predvidljivost denarnih tokov– Uporaba standardiziranih trgov– Možna optimizacija portfelja	Slabosti <ul style="list-style-type: none">– Potreba po trgovalnem znanju in lastni ekipi za risk management– Obveznost dobave (penali ob odpovedi ali izpadu)
---	--

	<ul style="list-style-type: none"> – Omejena globina trga za dolge ročnosti (več kot 3–5 let) – Težko dostopno za povsem nove projekte brez obratovalne zgodovine
Priložnosti <ul style="list-style-type: none"> – Kombinacija s PPA ali CfD za diverzifikacijo tveganj – Vzpostavitev trgovalne družbe znotraj skupine – Izvozni posli na mednarodnih trgih preko borznih platform 	Tveganja <ul style="list-style-type: none"> – Visoka volatilitnost cen lahko povzroči prevelik razkorak med pogodbeno in tržno ceno – Težave pri likvidnosti v času energetske krize – Regulativne spremembe (npr. prepoved dolgoročnega hedginga) – Povečano kreditno tveganje pri protistrankah

1.4.5 Prodaja na trenutnem trgu

Električna energija se prodaja sproti po dnevno določeni ceni na borzi (npr. EPEX Spot, BSP Southpool). Ta model pomeni popolno tržno izpostavljenost in s tem največjo odvisnost od gibanja cen. Primeren je predvsem kot dopolnilo k drugim modelom (npr. v obdobjih visoke cene), ali kot začasen način prodaje pred vstopom v dolgoročne pogodbe.

Prednosti <ul style="list-style-type: none"> – Popolna fleksibilnost pri obratovanju in prodaji – Možnost doseganja visokih cen v obdobjih visoke povpraševanja – Likviden trg (EPEX, BSP) omogoča hitro prilagajanje – Enostaven vstop brez dolgoročnih pogodb – Brez obveznosti do končnih kupcev 	Slabosti <ul style="list-style-type: none"> – Visoko cenovno tveganje in nestabilnost prihodkov – Ni zagotovljenega minimalnega dohodka – Potrebna operativna odzivnost in dobra napoved proizvodnje – Možnost negativnih cen
Priložnosti <ul style="list-style-type: none"> – Izkoristek ekstremnih cenovnih premikov (npr. sušni pogoji, energetske krize) – Dopolnitev k dolgoročnim pogodbam – Uporaba algoritmov za optimizacijo prodaje v različnih tržnih conah – Kombinacija s shranjevanjem ali prilagodljivostjo obratovanja 	Tveganja <ul style="list-style-type: none"> – Dolgotrajna obdobja nizkih cen lahko povzročijo nelikvidnost ali insolventnost – Politični vpliv (npr. obdavčitve izrednih dobičkov) – Nestabilnost borz in sistemskih operaterjev v kriznih obdobjih – Povečana konkurenca iz obnovljivih virov, ki znižujejo cene v določenih urah

1.4.6 Hibridni modeli

Hibridni model prodaje električne energije predstavlja kombinacijo različnih tržnih pristopov za prodajo proizvodnje, pri čemer proizvajalec ne uporablja zgolj enega mehanizma, temveč sočasno združuje več oblik prodaje. V praksi to pomeni, da se določen del proizvodnje prodaja prek **pogodbe za razliko (CfD)**, ki zagotavlja stabilnost prihodkov znotraj dogovorjene referenčne cene, drugi del prek **dolgoročnih pogodb o odkupu energije (PPA)** z neposrednimi kupci, preostanek pa se prodaja na **tržnih platformah** – bodisi na dnevnem (spot) bodisi terminskem trgu. Takšna kombinacija omogoča ravnotežje med prihodkovno varnostjo, dolgoročno stabilnostjo in prožnostjo, hkrati pa proizvajalcu omogoča večjo prilagodljivost pri odzivanju na tržne signale in regulativne zahteve.

<p>Prednosti</p> <ul style="list-style-type: none"> – Stabilni prihodek (npr. CfD) – Možnost dodatnega dobička (PPA, trg) – Prilagodljivost tržnim pogojem – Diverzifikacija 	<p>Slabosti</p> <ul style="list-style-type: none"> – Kompleksnejša upravljavska struktura – Višji administrativni stroški – Težje načrtovanje prihodkov za nestabilne tržne dele
<p>Priložnosti</p> <ul style="list-style-type: none"> – Privabljanje strateških partnerjev – Pridobitev državne pomoči – Optimizacija prihodkov s trgovanjem – Prilagodljivost novim tržnim strukturam (npr. PPA platforme) 	<p>Tveganja</p> <ul style="list-style-type: none"> – Spremembe zakonodaje – Volatilnost trga – Povečano tveganje neplačil pri komercialnih kupcih – Težji nadzor nad denarnimi tokovi

1.4.7 Praksa v jedrskih novogradnjah

1.4.7.1 Češka

Češka za projekt Dukovany 5 vzpostavljen poseben državno podprt poslovni model za gradnjo in obratovanje nove jedrske elektrarne. Ta model temelji na kombinaciji državne podpore, finančnih instrumentov in nadzora prek državnega podjetja (SPV). V nadaljevanju je povzetek ključnih sestavin tega poslovnega modela [5].

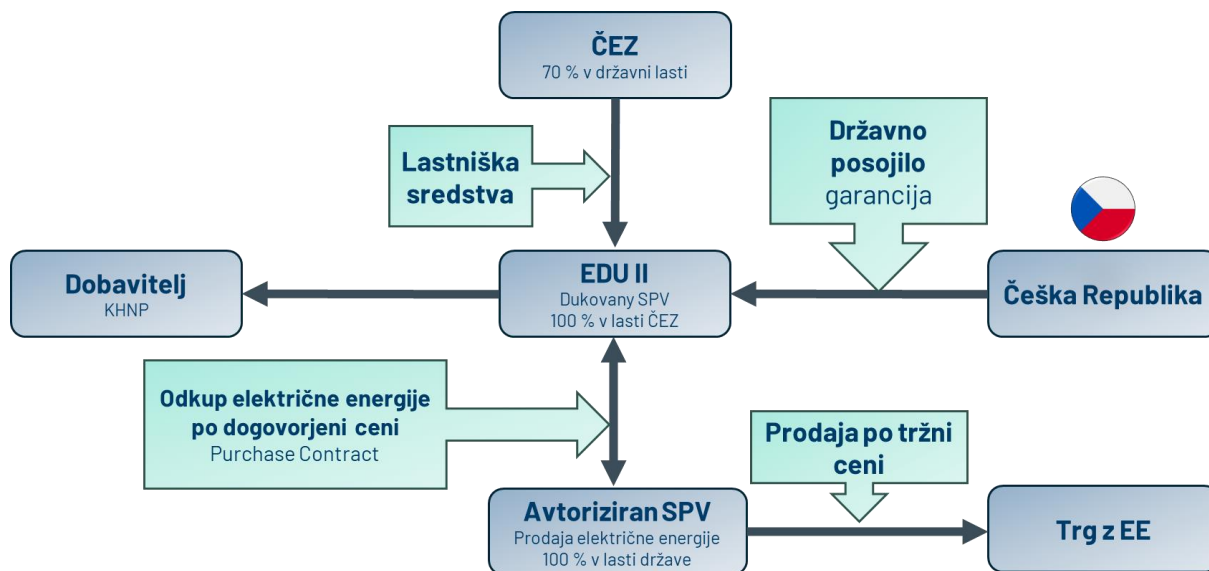
Nosilec projekta je Elektrárna Dukovany II (EDU II), hčerinska družba podjetja ČEZ, ustanovljena izključno za gradnjo in upravljanje nove jedrske elektrarne na lokaciji Dukovany. EDU II je neposredni upravičenec vseh podpornih ukrepov in ima pravico do dolgoročne pogodbe o odkupu električne energije (PC), ki zagotavlja stabilen odkup celotne proizvedene elektrike po vnaprej določeni PC ceni (Strike Price). Ta pogodba je ključna za zagotavljanje finančne varnosti projekta in omogoča predvidljivost prihodkov.

Pomemben del poslovnega modela je ustanovitev posebnega državnega podjetja, imenovanega special purpose vehicle (SPV), ki bo 100 % v lasti države – družba ČEZ je namreč zgolj v večinski, ne pa tudi v izključni lasti države. SPV bo imel licenco za trgovanje z električno energijo in bo odgovoren za prodajo elektrike na veleprodajnem trgu. SPV ne bo del skupine ČEZ, ampak bo deloval kot neodvisen subjekt, kar zagotavlja transparentnost in skladnost z zakonodajo EU. SPV bo nosilec večine tržnih tveganj, saj bo lahko prodajal elektriko po tržni ceni in zadržal dobiček, če bo ta cena višja od PC cene. V nasprotnem primeru bo država prek državnega proračuna in posebnih dajatev pokrila razliko, s čimer se omejuje tveganje za EDU II in investitorja.

Finančno podporo projektu zagotavlja tudi državno posojilo oziroma povratna finančna pomoč (RFA) po ugodni obrestni meri, ki pokriva skoraj celotne stroške gradnje elektrarne. Ta mehanizem omogoča izvedbo projekta brez prevelikih neposrednih finančnih pritiskov na EDU II, pri čemer se posojilo vrača v skladu z dogovorjenimi pogoji. Poleg tega je v model vključen tudi mehanizem zaščite pred spremembo zakonodaje ali politike, ki ščiti vlagatelja ČEZ pred morebitnimi negativnimi vplivi zakonodajnih sprememb v času trajanja projekta.

Zakonodaja omogoča, da SPV zaračuna pristojbino, ki jo pobirajo operaterji prenosnega in distribucijskega omrežja od porabnikov elektrike. Zbrana pristojbina se uporablja za kritje stroškov SPV, pri čemer se morebitni primanjkljaj pokrije iz državnega proračuna, presežek pa koristi državi. Ta mehanizem zagotavlja finančno stabilnost sistema in pravično porazdelitev stroškov med vse uporabnike električne energije.

Celotni poslovni model omogoča državi, da ohranja nadzor nad ključnimi elementi poslovanja elektrarne, hkrati pa zagotavlja tržno učinkovitost preko SPV. S tem modelom država omejuje neposredna tveganja za investitorje, saj prevzema vlogo zadnjega plačnika v primeru nizkih cen elektrike, medtem ko v primeru višjih cen lahko iztrži presežke. Predvideno je, da bo SPV ustanovljen najpozneje 12 mesecev pred začetkom obratovanja elektrarne, kar omogoča prilagoditev tržnim in regulatornim razmeram ter zmanjšuje nepotrebne stroške. Ta celovit in uravnotežen pristop zagotavlja trajnostni razvoj jedrske energije na Češkem in stabilno oskrbo z električno energijo v prihodnjih desetletjih.



Slika 2: Struktura projekta Dukovany 5

Češka je za projekt Dukovany 5 vzpostavila posebno pogodbo o odkupu električne energije (PC), ki predstavlja osrednji mehanizem državne podpore in velja prvih 40 let obratovanja elektrarne. V pogodbi je določeno, da bo posebno državno podjetje (SPV) odkupovalo vso proizvedeno elektriko od EDU II, hčerinske družbe ČEZ. Sprva je bila predlagana pogodba za 60 let po fiksni ceni (50–60 EUR/MWh), vendar jo je Češka zaradi pomislekov Evropske komisije spremenila v pogodbo z dvosmerno pogodbo za razliko (two-way CfD). Ta vključuje tako garantiran minimalni prihodek kot omejitev presežnih prihodkov (to je, presežni dobički bodo izplačani v državni proračun), kar ustvarja uravnotežen motivacijski sistem za učinkovito delovanje elektrarne v skladu s tržnimi signali.

Med celotnim obdobjem pogodbe bo EDU II vso elektriko prodajal izključno SPV-ju, ob upoštevanju posebne formule za izračun nadomestila (Remuneration Formula). V primeru, da SPV iz pravnih, finančnih ali tehničnih razlogov ne bi mogel odkupiti elektrike, bo EDU II začasno prodajal elektriko neposredno na trgu po trenutni (spot) ceni kot pasivni ponudnik (price taker), pri čemer mu bo SPV izplačal nadomestilo za izgubljene prihodke. Ta mehanizem zagotavlja, da elektrarna lahko neprekinjeno deluje tudi v izrednih razmerah, medtem ko država ohranja odgovornost za delovanje SPV in stabilnost pogodbenih obveznosti.

Po preteku 40 let obratovanja se tako koristi kot tveganja prodaje električne energije v celoti prenesejo na družbo EDU2, ki ni dolžno več prodajati električne energije SPV-ju, ta pa je ni dolžan prevzeti in plačati.

1.4.7.2 Poljska

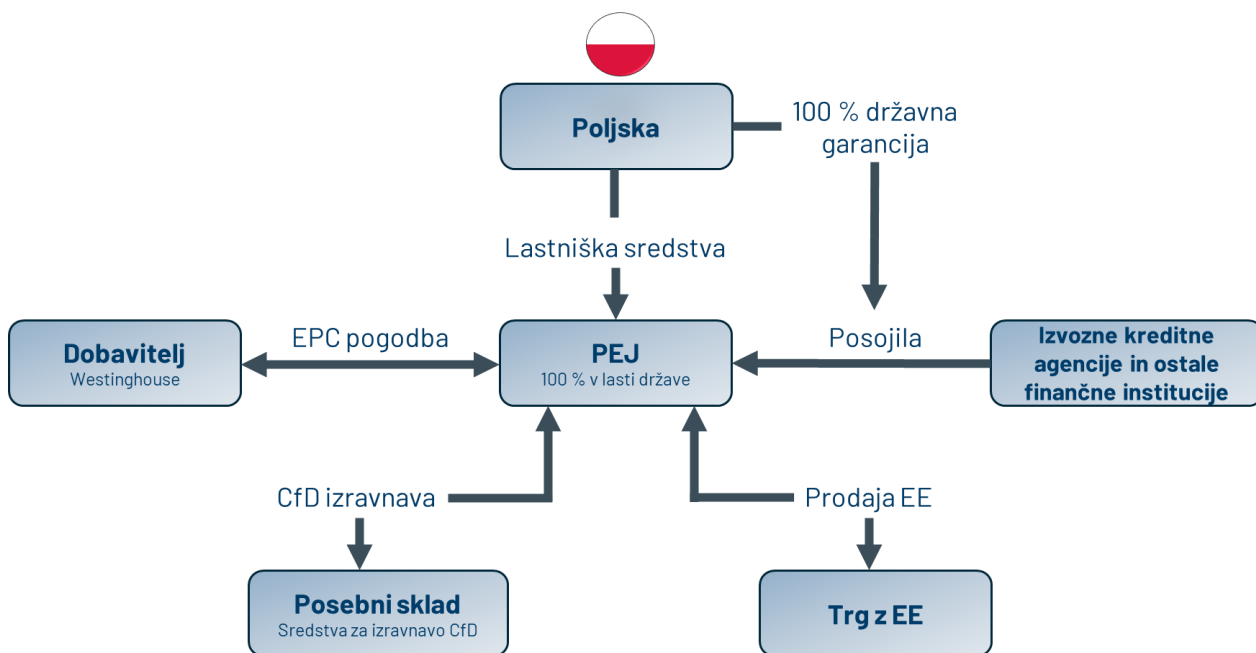
Projekt izgradnje prve jedrske elektrarne na Poljskem, ki ga vodi družba Polskie Elektrownie Jądrowe (PEJ), temelji na državno podprtem poslovnem modelu, ki združuje kapitalske vloške, popolno državno garancijo za zadolževanje ter dolgoročno pogodbo o razliki (two-way Contract for Difference – CfD). Glavni cilj modela je omogočiti izvedbo izjemno kapitalsko intenzivnega projekta ob hkratnem zmanjšanju investicijskega tveganja za PEJ in morebitne investitorje [6].

Financiranje projekta je sestavljeno iz kapitalskega vložka države, ki naj bi pokril približno 30 % skupnih investicijskih stroškov. Država bo v PEJ postopoma vplačevala kapital (v gotovini ali obveznicah), s čimer bo PEJ izdajal redne delnice. Večji del preostanka, torej približno 70 % stroškov, bo pokrit z zadolževanjem z garancijo Poljske, pri čemer bodo glavni viri financiranja Export–Import Bank of the United States (EXIM) in druge Izvozne kreditne agencije (ECA). Poleg tega PEJ načrtuje vključitev komercialnih bank in mednarodnih finančnih institucij za dodatno zadolževanje. Ključno pa je, da bo celoten dolg 100-odstotno zavarovan z državno garancijo, kar je bistveno za pridobitev financiranja zaradi omejenih kreditnih sposobnosti PEJ kot samostojnega podjetja brez bonitete.

V primeru prekoračitve stroškov PEJ najprej načrtuje pridobiti dodatna posojila od izvoznih kreditnih agencij (prav tako z državno garancijo), če pa to ne bo mogoče, bo manjkajoči znesek pokrila država z dodatnim kapitalskim vložkom. Tako se vnaprej naslavlja eno glavnih tveganj velikih infrastrukturnih projektov – stroškovna nestabilnost in potreba po dodatnih virih sredstev.

Ključni element predlaganega poslovnega modela PEJ je dvosmerna pogodba o razliki v ceni (CfD) z dobo trajanja 60 let, kar ustreza življenjski dobi elektrarne brez podaljšanja obratovanja. Ta mehanizem zagotavlja finančno stabilnost in predvidljive prihodke, saj pokriva razliko med tržno ceno elektrike in vnaprej določeno »izvršno ceno« (Strike Price), izračunano tako, da je neto sedanja vrednost (NPV) projekta enaka nič. Če bodo tržne cene elektrike pod to vrednostjo, bo PEJ prejel nadomestilo, če bodo nad njo, bo presežek vrnjen državi. Poleg tega CfD vključuje tudi mehanizem za pokrivanje valutnega tveganja za stroške v EUR in USD, kar je ključno glede na mednarodno strukturo financiranja.

Med obratovanjem bo PEJ sam prodajal elektriko na trgu – bodisi prek dolgoročnih pogodb PPA bodisi prek organiziranih trgov – prihodki pa bodo sestavljeni iz tržne prodaje in poravnalnih plačil iz CfD. Poslovni model PEJ je tako zasnovan, da kljub velikemu začetnemu finančnemu vložku omogoča dolgoročno finančno vzdržnost, razpršitev tveganj in aktivno sodelovanje države kot investitorja, poroka in regulatorja. Tak model predstavlja tipično strukturo financiranja velikih jedrskih projektov v Evropi in zagotavlja temelj za energetska neodvisnost Poljske v prihodnjih desetletjih. Vsebinsko s stališča ekonomskih tokov je predlagani model Poljske zelo podoben češkemu, le da ne vključuje vmesnega koraka prodaje električne energije prek SPV, kar je poenostavitev na podlagi dejstva, da je investitor družba PEJ v 100 % državni lasti, kar ne velja v primeru ČEZ.



Slika 3: Struktura poljskega projekta

1.4.7.3 Švedska

Švedski poslovni model za izgradnjo novih jedrskih elektrarn temelji na tesnem sodelovanju med državo in zasebnimi investitorji ter vključuje kombinacijo državne podpore, dvosmernih pogodb za razliko (CfD), državnih posojil in mehanizma delitve tveganj in dobička. Ta model, ki ga vodi švedsko Ministrstvo za finance in njegov sekretariat za financiranje jedrske energije, omogoča financiranje do 5.000 MW skupne kapacitete, kar ustreza približno štirim velikim jedrskim reaktorjem [7].

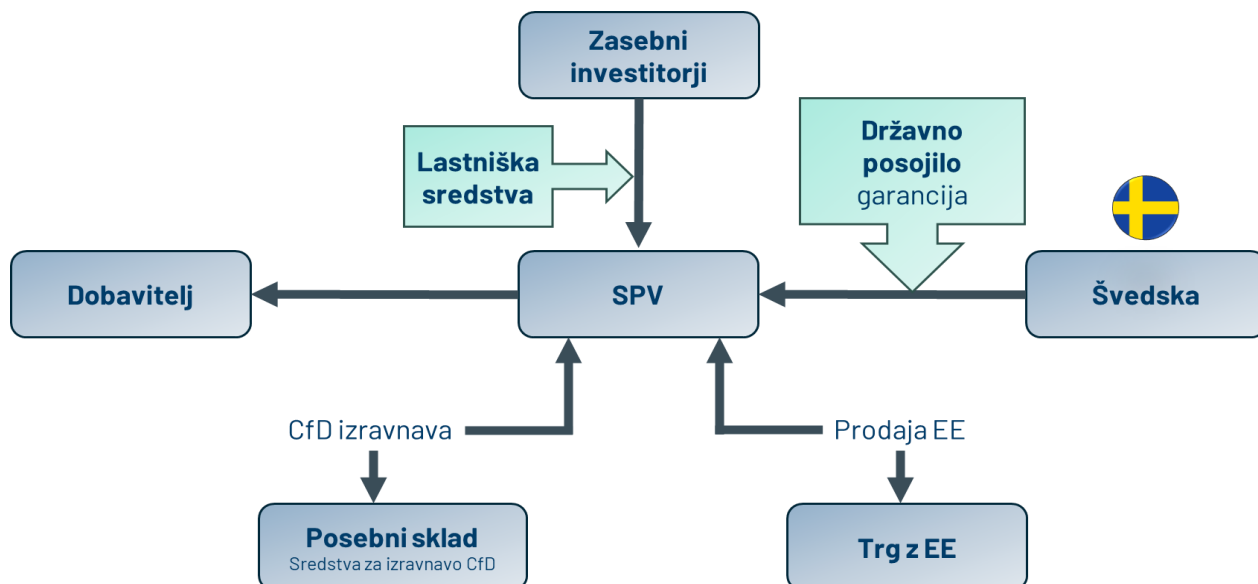
Ključni element modela je ustanovitev projektne podjetja (SPV), ki se izključno ukvarja z izgradnjo in obratovanjem reaktorjev. Državna pomoč je namenjena samo tem podjetjem, ki nimajo drugih dejavnosti. Velikost projekta mora biti najmanj 300 MW. Projektno podjetje mora pred pridobitvijo pomoči pridobiti tudi vsa dovoljenja, vključno z okoljskimi.

Financiranje poteka po predvidenem razmerju 75 % državna posojila in 25 % lastniški kapital. Vložki podjetja pred pridobitvijo državnega posojila se lahko štejejo v delež kapitala. Med gradnjo ni prihodkov, zato se obresti ne plačujejo sproti – dodajo se glavnici posojila, kar lahko začasno zniža delež kapitala pod 25 %. Takšna odstopanja so predvidena in dovoljena za krajši čas.

Po začetku komercialnega obratovanja vstopi v veljavo dvosmerna pogodba za razliko (CfD) s trajanjem 40 let. CfD določa izvršno ceno v višini 80 EUR/MWh (po cenah iz leta 2023) in referenčno kapaciteto 89 %. Če tržna cena pade pod to raven, država podjetju izplača razliko. Če je višja, podjetje presežek vrača državi. Električna energija mora biti prodana na odprtih trgih, pri čemer mora več kot 70 % proizvodnje biti javno tržene.

Mehanizem delitve tveganj in dobička omogoča revizijo donosnosti po določenem obdobju delovanja elektrarne. Če so donosi prenizki, se pogoji CfD lahko začasno prilagodijo; če so nadpovprečni, mora podjetje presežek deliti z državo. Tako država pomaga zmanjšati tveganje in omogoča ugodnejše pogoje financiranja.

Za kritje državnih izdatkov z izvajanjem CfD modela in garancij je predviden davek na porabo elektrike, ki ga plačujejo vsi odjemalci v državi, proporcionalno svoji porabi. Poleg tega si država pridruže pravico do manjšinskega lastniškega vstopa v projektna podjetja, brez da bi s tem posegla v ekonomske spodbude zasebnih investitorjev. Model, ki je sicer manj preciziran, zaradi ne izključne vloge države kaže več podobnosti češkemu kot poljskemu modelu, četudi ne predvideva posebne SPV družbe za trgovanje z električno energijo.



Slika 4:Struktura švedskega projekta

1.4.7.4 Madžarska

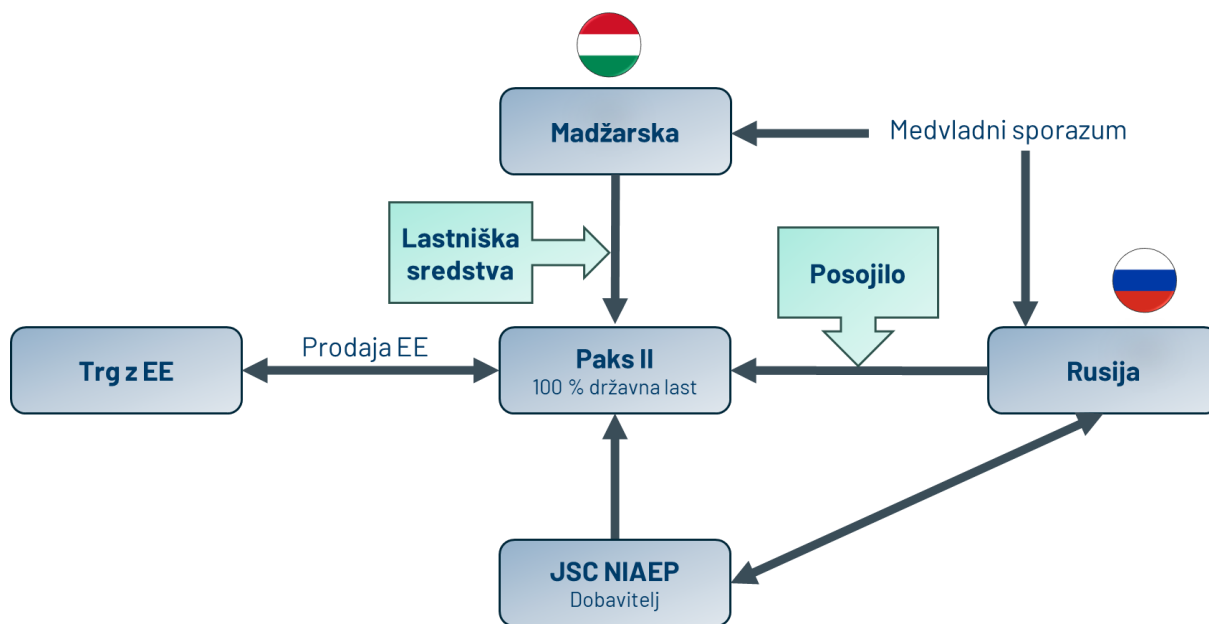
Projekt Paks II temelji na tesnem meddržavnem sodelovanju med Madžarsko in Rusijo, ki sta 14. januarja 2014 sklenili medvladni sporazum (IGA) o izgradnji dveh novih jedrskih enot (blok 5 in 6) na obstoječi lokaciji jedrske elektrarne Paks. Jedro poslovnega modela temelji na državnem lastništvu, meddržavnem financiranju ter pogodbenem sodelovanju z ruskim izvajalcem [8]. Poudariti je potrebno, da je ECJ v svoji odločitvi septembra 2025 na podlagi tožbe Avstrije odpravilo odločbo Evropske komisije, ni še jasno, kako bi/bo to vplivalo na poslovni model elektrarne.

Madžarska in Rusija sta vsaka imenovali po eno izkušeno državno podjetje, odgovorno za tehnično in finančno izvedbo projekta. Na madžarski strani je to podjetje MVM Paks II Zrt., ki je v 100 % lasti madžarske države, na ruski strani pa JSC NIAEP, ki je odgovoren za projektiranje, gradnjo in dobavo reaktorjev.

Finančno jedro poslovnega modela sestavlja državno posojilo Rusije v višini 10 milijard EUR, ki je urejeno preko posebnega finančnega medvladnega sporazuma. Posojilo bo upravljala Vnesheconombank (ruska razvojna banka), ki bo izvajalcu JSC NIAEP izplačevala 80 % zneskov po doseženih mejnikih. Preostalih 20 % bo izplačala Madžarska agencija za upravljanje javnega dolga, dodatno pa bo Madžarska prispevala še do 2,5 milijarde EUR iz proračuna.

Paks II bo v fazi gradnje v celoti financiran brez komercialnega zadolževanja. V obratovalni fazi se predvideva prodaja električne energije na trgu brez posebnih državnih podpor ali zagotovljenih cen – torej brez mehanizmov, kot so pogodbe za razliko (CfD). Elektrarna naj bi delovala kot base-load proizvajalec in bo tako delovala kot cenovni sledilec na trgu. S tem modelom Madžarska želi ohraniti strateško energetska

neodvisnost in zmanjšati uvozno odvisnost, hkrati pa ohraniti nizke emisije. Mora pa Paks 2 poslovati neodvisno od drugih elektrarn v državni lasti ter odsvajati električno energijo tržno.



Slika 5: Struktura madžarskega projekta

1.4.7.5 Nizozemska

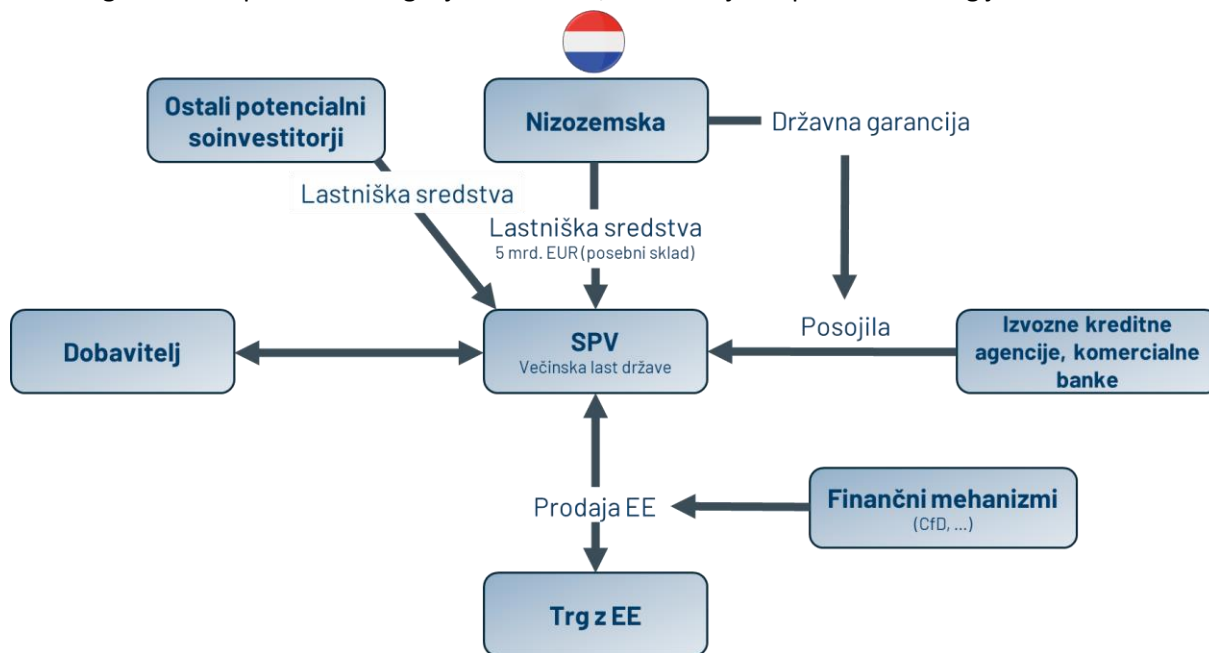
Nizozemska se je v okviru svoje dolgoročne energetske strategije odločila za ponoven razvoj jedrske energije kot enega ključnih virov za doseg razogljičenja elektroenergetskega sistema. Vlada je v ta namen v okviru podnebne proračuna namenila 5 milijard EUR za razvoj jedrskih virov energije, kar predstavlja del širšega svežnja v višini 35 milijard EUR, namenjenega prehodu v nizkoogljično gospodarstvo. Lokacija nove elektrarne bo predvidoma v Borssele, kjer že deluje obstoječa jedrska elektrarna in kjer obstaja ustrezna infrastruktura. Projekt je v začetni fazi, v kateri potekajo študije umeščanja v prostor, priprava dokumentacije ter presoje vplivov na okolje. Poleg gradnje nove elektrarne se obravnava tudi možnost podaljšanja življenjske dobe obstoječega reaktorja [9].

Poslovni model za novo jedrsko elektrarno še ni dokončno določen, trenutno pa vlada in pristojne institucije preučujejo več možnih finančnih struktur. Zaradi velikih začetnih kapitalskih izdatkov, dolgih časovnih okvirov izgradnje ter odsotnosti prihodkov v predoperativni fazi so se odločili, da brez oblike javne garancije ali državne udeležbe projekta praktično ni mogoče izvesti. Zato se kot osrednji princip obravnava model, v katerem si država in drugi deležniki delijo investicijsko in tržno tveganje. Predvideno je, da bo projekt potekal preko namenske projektne družbe (SPV), v kateri bo imela nizozemska vlada ključno lastniško in upravljavsko vlogo z možnostjo poznejšega vključevanja zasebnih vlagateljev. Preučujejo se različne možnosti financiranja, vključno z javnimi sredstvi iz državnega proračuna, izdajo državnih obveznic (sovereign debt), neposrednimi kapitalskimi vložki države ter vključevanjem institucionalnih vlagateljev, kot so pokojninski skladi, infrastrukturalni skladi in komercialne banke. Ena od možnosti je tudi t. i. vendor financing, kjer bi dobavitelji sodelovali kot soinvestorji bodisi v obliki kapitala bodisi dolga, predvidene so tudi državne garancije. Končna odločitev o finančni strukturi bo sprejeta na podlagi nadaljnjih študij in pogajanj z deležniki.

Na prihodkovni strani projekta je trenutno najverjetnejša uporaba mehanizma podpore modela CfD ki ga kot ustreznega spodbujevalnega okvira za jedrske naložbe priporoča tudi Evropska komisija. CfD zagotavlja za

projekt stabilno ceno prodaje električne energije, kar zmanjšuje prihodkovno negotovost in olajša dostop do financiranja. Kljub temu natančna struktura nizozemskega CfD še ni določena. Poleg CfD se preučuje tudi RAB (Regulated Asset Base) model, ki omogoča povračilo investicije že med gradnjo, kar lahko bistveno zmanjša projektna tveganja in je učinkovit predvsem pri financiranju velikih infrastrukturnih projektov, ki temeljijo na zasebnem kapitalu, ki pričakuje neko minimalno zagotovljeno stopnjo donosa.

Zaradi visokega tveganja, dolgoročnosti in zahtevnosti projekta bo končni poslovni model predvidoma temeljil na kombinaciji več finančnih in regulatornih instrumentov. Ta bo moral omogočiti tako stabilnost prihodkov kot tudi dolgoročno razporeditev tveganj med državo, investitorji in uporabniki energije.



Slika 6: Struktura nizozemskega projekta

2 Pregled možnih modelov financiranja JEK2

2.1 Izhodišča in strateške predpostavke

Projekt izgradnje drugega bloka Jedrske elektrarne Krško (JEK2) predstavlja ključen korak k dolgoročni energetski neodvisnosti Slovenije ter k postopnemu nadomeščanju obstoječih virov električne energije in zapiranju termoelektrarn, kar pomeni prehod na proizvodnjo brez uporabe premoga. Pri oblikovanju finančne konstrukcije je treba hkrati varovati stabilnost javnih financ, omogočiti dostop širokemu krogu vlagateljev – tako institucionalnim kot malim vlagateljem ter tistim, ki dajejo prednost trajnostnim naložbam – in izkoristiti status jedrske energije v evropski taksonomiji, ki odpira pot k izdaji zelenih obveznic in uporabi ESG instrumentov Evropske unije. Ocenjena višina potrebnega dolžniškega financiranja znaša med 15 in 22 milijardami evrov, kot okvir pa dokument navaja približno 46 milijard evrov javnega dolga in 67 milijard evrov BDP. Pomemben pogoj vseh modelov financiranja je vključitev mehanizmov sledenja in poročanja o skladnosti s taksonomijo, saj prav transparentnost in verodostojnost predstavljata temelj zaupanja vlagateljev.

V organizacijskem smislu je financiranje predvideno prek projektne družbe (SPV), ki bo kot samostojen nosilec upravljala vsa dovoljenja, pogodbe in finančne tokove projekta JEK2. Kot možna nosilca investicije sta predvidena obstoječa družba GEN ali nova hčerinska družba v okviru skupine GEN, ustanovljena izključno za ta namen. Izbira ustrezne strukture je neposredno povezana z izbranim poslovnim modelom. Projektna družba praviloma prevzame vlogo prejemnika podpor, kot so posojila države, državna poročstva, pogodbe za razliko (CfD) ali dolgoročne pogodbe o odkupu električne energije (PPA). Takšna ureditev omogoča jasnejšo obravnavo državnih pomoči in enostavnejše dokazovanje skladnosti z evropskimi pravili. Kot ločen tržni subjekt SPV sklepa pogodbe o prodaji električne energije, vodi gradnjo in poznejše obratovanje ter omogoča postopno vključevanje vlagateljev izključno v projekt JEK2, brez vpliva na druge dejavnosti skupine GEN.

Pri zagotavljanju stabilnosti odhodkov, je ključno vzdržno financiranje, pri zagotavljanju stabilnosti prihodkov pa so ključnega pomena mehanizmi prihodkovnega zavarovanja, kar sta potrebna pogoja za vzdržnost poslovnega modela JEK2. Glede financiranja sta v evropski praksi uveljavljanja instrumenta državno financiranje in državna poročstva, med instrumenti zavarovanja prihodkov pa izstopa dvosmerna pogodba za razliko (CfD), ki predstavlja osrednji instrument stabilizacije prihodkov pri pasovni proizvodnji električne energije. Ob tem pa lahko dolgoročne pogodbe o odkupu električne energije (PPA) in različni terminski posli dopolnjujejo prihodkovni okvir ter povečujejo vzdržnost projekta. Treba je poudariti, da je opis prihodkovnih mehanizmov namenjen predvsem razumevanju možnih finančnih pristopov in v tej fazi še ne predstavlja dokončne izbire modela.

2.2 Primerjalna ekonomska analiza modelov financiranja projekta JEK2

Ožja delovna skupina za pripravo modela financiranja JEK2 je pri svojem delu kot dodatno informacijsko osnovo obravnavala primerjalno ekonomsko analizo različnih modelov financiranja, ki jo je pripravila družba GEN Energija. Za vsebino in pravilnost analize je v celoti odgovorna družba GEN Energija. Delovna skupina pa jo je uporabila iz vidika scenarijskega pristopa ter analize občutljivosti na ključne spremenljivke oziroma faktorje tveganj, s katero je preverjala vpliv različnih finančnih struktur na skupno ekonomiko projekta.

Analiza¹ je pokazala, da ima izbira strukture financiranja ključen vpliv na stroškovno učinkovitost in končno ceno proizvedene električne energije. Najugodnejši rezultati so po pričakovanju povezani z večjim deležem dolžniškega kapitala ter upravljanjem obrestnih obveznosti v času gradnje, kar omogoča nižje skupne stroške kapitala in s tem konkurenčnejšo ceno električne energije. Modeli namreč izkazujejo visoko občutljivost na spremembe obrestnih mer in pogojev zadolževanja. Kombinirani pristopi, pri katerih pomemben delež predstavljajo lastniški viri, zagotavljajo večjo finančno vzdržnost in zmanjšujejo izpostavljenost tveganjem v obdobju gradnje in obratovanja, a hkrati povečujejo strošek kapitala zaradi višjih pričakovanih donosnosti vlagateljev. Zasebni modeli brez državne podpore se izkažejo za najmanj ugodne, saj visoke zahtevane donosnosti vlagateljev in visoki (nevzdržni) stroški zadolževanja bistveno zvišujejo strošek kapitala ter zmanjšujejo ekonomsko učinkovitost projekta.

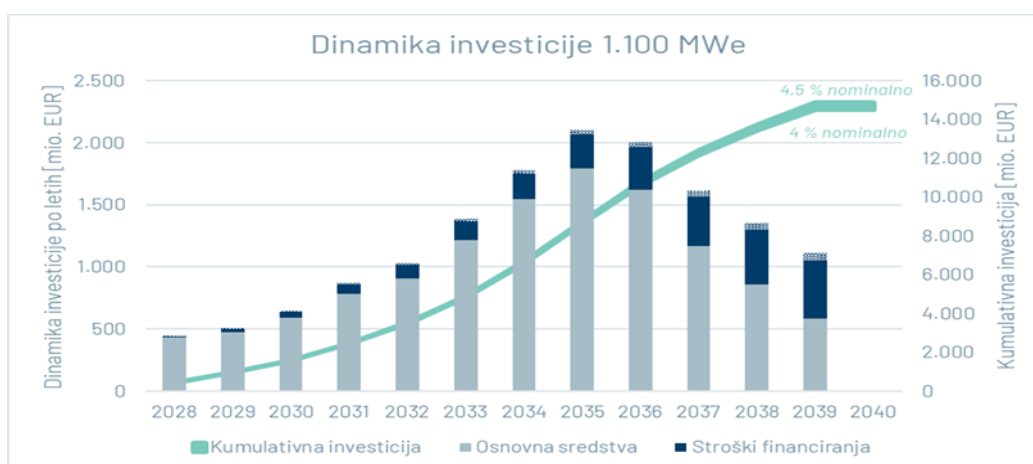
Sklepno analiza potrjuje, da je gospodarnost projekta JEK2 v največji meri odvisna od optimalne izbire finančne strukture, ki mora hkrati zagotavljati nizke stroške kapitala, vzdržno raven zadolženosti ter pravično razporeditev tveganj med deležniki. Le s takšnim pristopom je mogoče zagotoviti dolgoročno finančno stabilnost projekta in trajnostno konkurenčnost cene proizvedene električne energije.

2.3 Dinamika investicije JEK2

Struktura investicije temelji na oceni stroška kapitala med 4 – 4,5 % nominalno. Ta stopnja odraža konzervativno oceno zahtevane donosnosti financiranja države v kontekstu infrastrukturnega energetskega projekta z dolgo življenjsko dobo in relativno nizkim tveganjem.

2.3.1 Moč: 1.100 MWe

Predstavljeni so osnovni parametri in kumulativna investicijska dinamika za referenčni scenarij izgradnje jedrske elektrarne z močjo 1.100 MWe. Ocenjene vrednosti vključujejo vse faze projekta do začetka obratovanja ter upoštevajo kapitalizacijo obresti in pri tekočih cenah predpostavljeno 2% inflacijo.



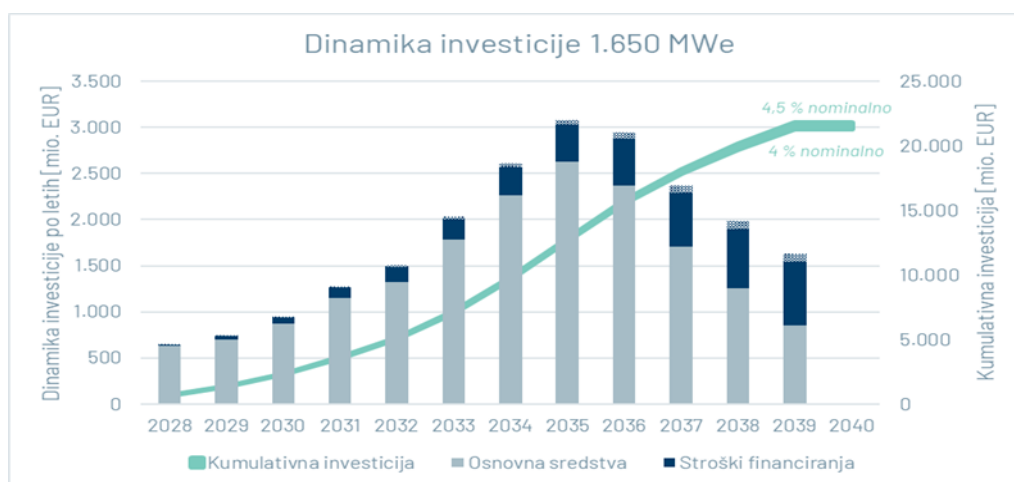
Slika 7: Dinamika investicije 1.100 MWe

¹ Rezultati analize so predstavljeni v poglavju: 10 Primerjalna ekonomska analiza različnih modelov financiranja.

Stroški kapitala	Kumulativna investicija [mio. EUR] <i>Tekoče cene</i>	Kumulativna investicija [mio. EUR] <i>Stalne cene</i>
4 % nominalno	14.515	11.532
4,5 % nominalno	14.838	11.819

2.3.2 Moč: 1.650 MWe

Scenarij z močjo 1.650 MWe prikazuje razširjeno različico projekta, pri kateri so upoštevane sorazmerno večje kapitalske potrebe ter učinki ekonomije obsega. Investicijska dinamika je prikazana po enakih metodoloških izhodiščih kot v referenčnem primeru.



Slika 8: Dinamika investicije 1.650 MWe

Stroški kapitala	Kumulativna investicija [mio. EUR] <i>Tekoče cene</i>	Kumulativna investicija [mio. EUR] <i>Stalne cene</i>
4 % nominalno	21.289	16.911
4,5 % nominalno	21.759	17.331

2.4 Pregled štirih modelov financiranja

V nadaljevanju so predstavljene štiri izvedbene različice poslovnega in finančnega modela (Model 1, Model 1a, Model 2 in Model 3), ki tvorijo celovit spekter možnih pristopov – od popolnoma državne zasnove do povsem zasebnega financiranja in izvedbe. Vsak model izhaja iz enotne organizacijske podlage, ki predvideva ustanovitev in delovanje posebne projektne družbe (SPV). SPV deluje kot samostojen pravni subjekt, ki upravlja z vsemi dovoljenji, pogodbami in finančni tokovi, ne glede na to, ali je temeljni nosilec financiranja država, kombinacija javnega in zasebnega kapitala ali zgolj zasebni investitorji. Takšna zasnova omogoča

transparentno primerjavo različnih modelov, saj vsi uporabljajo enako institucionalno ogrodje, razlikujejo pa se v vlogi države in zasebnega sektorja pri zagotavljanju virov financiranja, prevzemanju tveganj ter strukturi donosov. Uporaba projektne družbe kot skupne platforme zagotavlja preglednost pri evidentiranju obveznosti, jasnost pri presoji vpliva na javne finance ter možnost enotnega vrednotenja skladnosti z evropskimi pravili o državnih pomočeh.

S tem se ustvarja okvir, v katerem je mogoče celovito oceniti prednosti in slabosti posamezne izvedbene različice. Modeli se med seboj razlikujejo po stopnji vključenosti države, obsegu uporabe javnih jamstev in podpornih mehanizmov ter zahtevani donosnosti zasebnega kapitala. Vsi pa ostajajo kompatibilni z delovanjem SPV kot ključnega instrumenta za izvedbo in obvladovanje tako kapitalsko intenzivnega ter strateško pomembnega projekta, kot je JEK2. Za potrebe podrobnejše ocene je za vsak model izdelana SWOT analiza, ki omogoča še bolj poglobljeno in analitično primerjavo izvedbenih možnosti.

2.4.1 Model 1: Financiranje preko državne zakladnice («on-lending» SPV)

Model predvideva, da se država v svojem imenu zadolži in pridobljena sredstva v obliki posojila (on-lending) prenese na projektno družbo (SPV). Takšna ureditev omogoča nižji strošek dolga, saj država zaradi svojega močnega položaja na kapitalskih trgih in visoke bonitetne ocene dosega ugodnejše pogoje financiranja kot bi jih lahko dosegla projektna družba sama. Poleg tega uporaba obstoječe, uveljavljene infrastrukture zadolževanja zagotavlja zanesljivost in operativno učinkovitost pri izvedbi tovrstnih transakcij, ob hkratni vključitvi v sistem enotnega zakladniškega računa (EZR, Treasury Single Account – TSA), ki omogoča učinkovito upravljanje prostih sredstev in optimizacijo likvidnosti na ravni celotnega javnega sektorja.

Država v tem okviru izvaja financiranje predvsem na evrskem dolžniškem kapitalnem trgu, kjer lahko izdaja tako konvencionalne obveznice kot tudi trajnostne oziroma ESG obveznice, ki se uvrščajo med najbolj perspektivne instrumente za privabljanje vlagateljev. Poleg evropskega trga pa država ohranja tudi možnost dostopa do ameriškega in japonskega trga obveznic, v prihodnje pa potencialno tudi do kitajskega trga. Prednost takšne razpršenosti je široka investitorska baza, ki zagotavlja stabilno povpraševanje in zmanjšuje tveganje koncentracije, hkrati pa omogoča učinkovitejše upravljanje stroškov zadolževanja. Likvidnost teh trgov in preizkušeni postopki dodatno prispevajo k nižjemu tveganju ter večji predvidljivosti financiranja.

Po veljavnih pravilih Evropske unije lahko Evropska komisija v postopku priglasitve pri uporabi modela on-lending zahteva aplikacijo cenovnega pribitka nad obrestno mero, ki jo doseže država. S tem se zagotavlja skladnost z evropskimi pravili o državnih pomočeh in izogibanje morebitnim tržnim izkrivljanjem. Zadolžitev, izvedena v okviru tega modela, se v celoti izkazuje v bruto konsolidiranem dolgu sektorja države in lahko vpliva tudi na proračunski primanjkljaj, saj se kapitalski izdatki (CAPEX) za potrebe projekta obravnavajo v skladu z evropskimi fiskalnimi pravili. Kljub temu pa model zaradi ugodnih pogojev zadolževanja, široke investitorske baze ter učinkovitega upravljanja likvidnosti prek enotnega zakladniškega računa države ostaja ena izmed najbolj učinkovitih in finančno stabilnih rešitev za izvedbo tako kapitalsko intenzivnega projekta.

Prednosti

- visoka boniteta države,
- učinkovit in zanesljiv dostop do trgov,
- visoka diverzifikacija virov,
- transparentna in preverjena struktura izvajanja financiranja.

Slabosti

- popolna fiskalna odgovornost in prevzemanje tveganj s strani države,
- potreba po politični stabilnosti in fiskalni disciplini.

Priložnosti

- višja likvidnost državnih obveznic,
- uporaba zelene agende (EU taksonomija),
- fleksibilne oblike odplačila glavnice (bullet/amortizacija),
- možnost vezave internih obresti SPV–država na ceno energije (NPV-nevtralno),
- učinkovito upravljanje obrestno-inflacijskega tveganja (IRS/ILS).

Tveganja

- prekomeren vpliv na javne finance,
- odvisnost od mednarodnih trgov,
- možen negativen vpliv na financiranje drugih proračunskih potreb.
- Statistična obravnava SPV-ja

2.4.2 Model 1a: On-lending z možnostjo selektivnega direktnega financiranja SPV

Model financiranja predvideva, da se glavna sredstva za projekt zagotovi prek zadolževanja države, pri čemer država pridobljena sredstva v obliki on-lendinga prenese na projektno družbo (SPV). Takšna zasnova ohranja ključne prednosti državne infrastrukture, kot sta zmožnost ugodnejšega dostopa do finančnih trgov in stabilnejši pogoji financiranja. Hkrati pa model dopušča možnost, da se SPV pod določenimi pogoji zadolži tudi neposredno. Ti pogoji vključujejo primerljivost stroška financiranja z državnim zadolževanjem ali odsotnost državnega poročstva ob predpostavki, da je takšna rešitev ekonomsko utemeljena in ne povečuje tveganj za javne finance.

S tem se projektni družbi omogoča večja fleksibilnost pri izbiri virov financiranja ter odpira možnost vključevanja širše baze vlagateljev, zlasti tistih, ki so pripravljeni sodelovati v infrastrukturnih projektih prek specializiranih instrumentov ali neposrednih posojil. Tak pristop povečuje diverzifikacijo investitorske baze in zmanjšuje odvisnost od posameznih finančnih virov, hkrati pa ohranja prednostno vlogo države kot glavnega nosilca financiranja in jamstva za stabilnost projekta.

Vpliv na javni dolg in (potencialno) proračunski primanjkljaj se v osnovi obravnava podobno kot pri Modelu 1, saj je večina zadolžitve koncentrirana na ravni države. Možnost delnega neposrednega zadolževanja SPV lahko v določenih okoliščinah zmanjša pritisk na državno bilanco, vendar bo končna obravnava odvisna od metodologije statističnega evidentiranja, veljavnih pravil ter prenosa tveganj med državo in projektno družbo. V vsakem primeru pa ostaja temeljna značilnost modela, da država zagotavlja prevladujočo podporo financiranju, kar krepi zaupanje vlagateljev in povečuje verjetnost ugodnih pogojev na finančnih trgih.

Prednosti

- visoka boniteta države,
- učinkovit in zanesljiv dostop do trgov,
- večja diverzifikacija virov,
- transparentna in preverjena struktura financiranja,
- fazni prehod na tržne vire,
- širša baza investitorjev.

Slabosti

- popolna fiskalna odgovornost in prevzemanje tveganj države,
- potreba po politični stabilnosti in fiskalni disciplini,
- večja koordinacijska kompleksnost (dvojna disciplina – javna/SPV),
- nekoliko višji strošek zadolževanje kot pri modelu 1.

Priložnosti

- višja likvidnost državnih obveznic,

Tveganja

- prekomeren vpliv na javne finance,

- | | |
|--|---|
| <ul style="list-style-type: none"> – uporaba zelene agende (EU taksonomija), – fleksibilne oblike odplačila glavnice (bullet/amortizacija), – možnost vezave internih obresti SPV–država na ceno energije (NPV-nevtralno), – učinkovito upravljanje obrestno-inflacijskega tveganja (IRS/ILS), – testiranje apetita vlagateljev in postopna “gradnja zgodovine” SPV | <ul style="list-style-type: none"> – odvisnost od mednarodnih trgov, – možen negativen vpliv na financiranje drugih proračunskih potreb, – latentno tveganje refinanciranja na SPV-delu, – skladnost z EU pravili glede poroštev in on-lendinga, – težave s pridobivanjem virov v primeru likvidnostnih krčev na kapitalskih trgih (v primerjavi z modelom 1). – statistična obravnava SPV-ja |
|--|---|

2.4.3 Model 2: SPV izdaja obveznice s poroštvom države

Projekt vodi posebna projektna družba (SPV), ki se financira z izdajo dolga pod državnim poroštvom, pri čemer se osnovna struktura dopolnjuje s krediti razvojnih in specializiranih finančnih institucij ter po potrebi tudi s komercialnimi viri. Državno poroštvo ima svojo ceno in predpostavlja jasen ter ustrezen zakonodajni okvir, ki določa obseg obveznosti države in pogoje njihovega prevzemanja. Investitorska baza pri tovrstnih izdajah je praviloma ožja kot pri izdajah državnih obveznic, kar pomeni nižjo likvidnost obveznic na sekundarnem trgu in visoko tveganje financiranja in tudi refinanciranja v časovnem obdobju gradnje in obratovanja elektrarne.

Do začetka obratovanja elektrarne se dolg, izdan za namen financiranja projekta, praviloma vključuje v dolg sektorja država. Po začetku komercialnega obratovanja (FCO) pa je ob upoštevanju obstoječih pravil in obsegu prenesenih tveganj lahko mogoča izločitev iz dolga sektorja države, kar bi izboljšalo prikaz javnofinančne statistike glede zadolženosti. Takšna ureditev zahteva natančno presojo glede skladnosti z evropskimi pravili ter jasne mehanizme prenosa odgovornosti in tveganj med državo ter projektno družbo.

Prednosti

- zasebno (projektno) upravljanje z minimalnim operativnim vplivom države,
- možnost kombiniranja različnih instrumentov.

Slabosti

- višji stroški financiranja glede na državo,
- strošek porošstva,
- ožja baza vlagateljev,
- manj učinkovito upravljanje z dolgom in likvidnostjo,
- polna vključitev v dolg sektorja država (do pričetka obratovanja).

Priložnosti

- uporaba zelene agende (EU taksonomija),
- potencialna izločitev dolga SPV po pričetku obratovanja in posledično znižanje dolga sektorja države po začetku obratovanja.

Tveganja

- visoko tveganje financiranja in refinanciranja,
- vprašljiva vzdržnost poslovnega modela.
- Statistična obravnava SPV-ja

2.4.4 Model 3: Popolnoma zasebno financiranje

Projekt v celoti vodi zasebna projektna družba (SPV), ki ne razpolaga z državnim poroštvom ali drugimi oblikami javnih jamstev. Viri financiranja so omejeni na komercialne banke, investicijske sklade in strateške vlagatelje, pri čemer je povračilo vloženih sredstev v celoti odvisno od tržne prodaje električne energije. To pomeni, da se nosilci projekta zanašajo izključno na prihodke iz prihodnjih tržnih cen elektrike, brez varovalnih mehanizmov, ki bi zagotavljali stabilnost denarnih tokov. Za projekt takšnega obsega in z več kot desetletnim investicijskim ciklom je tak model izredno težko izvedljiv. Dolga gradbena faza brez prihodkov povečuje tveganje, izpostavljenost tržnim šokom pa dodatno otežuje zagotavljanje stabilnih denarnih tokov. Investitorji zato zahtevajo bistveno višjo interno stopnjo donosnosti (IRR), kar se neposredno odraža v višjem strošku kapitala in s tem v skupni ceni projekta. Posledično bi bila proizvedena električna energija dražja, saj bi morali odjemalci pokriti dodatno tveganje, ki ga prevzemajo vlagatelji.

Teoretično bi bilo pri takšni strukturi možno vključiti stabilizacijske mehanizme, kot so ali dolgoročne pogodbe o odkupu električne energije (PPA), ki bi zagotavljali minimalne prihodke in s tem znižali tveganje za zasebne vlagatelje. Vendar pa bi bil takšen pristop za državo zelo drag, saj bi prav ona morala prevzeti ključno breme zagotavljanja stabilnosti cen in prihodkov, ob tem pa bi zasebni sektor užival visoke donose ob minimalnem tveganju. To bi pomenilo nesorazmerno porazdelitev koristi in stroškov, ki je z vidika javnofinančne odgovornosti in dolgoročne energetske politike nevzdržna.

Zaradi navedenih razlogov se povsem zasebni poslovni model pri jedrskih novogradnjah v praksi izkaže kot neprimeren in finančno nevzdržen. Država bi bila v vsakem primeru prisiljena v zagotavljanje dragih podpornih mehanizmov, pri čemer bi zasebni vlagatelji prevzemali le omejeno tveganje, donosnost pa bi bila nesorazmerno visoka. Takšna ureditev ne bi bila niti ekonomsko racionalna niti politično sprejemljiva, zato je mogoče sklepati, da povsem zasebni model financiranja in izvedbe projekta JEK2 ne predstavlja izvedljive možnosti.

<u>Prednosti</u> <ul style="list-style-type: none">– brez neposrednega vpliva na javne finance,– višja avtonomija upravljanja in zasebni know-how (znanje in izkušnje).	<u>Slabosti</u> <ul style="list-style-type: none">– težka izvedljivost,– visok strošek financiranja,– potreba po zelo velikih institucionalnih vlagateljih,– visoki zahtevani donosi privatnih investorjev.
<u>Priložnosti</u> <ul style="list-style-type: none">– industrijska/strateška partnerstva (npr. energetske intenzivni odjemalci s PPA),– pogodbe za razliko (CfD)	<u>Tveganja</u> <ul style="list-style-type: none">– popolna tržna izpostavljenost in tveganje ne zaprtja finančne konstrukcije tudi pri normalnih tržnih pogojih,– najvišje tveganje vzdržnosti poslovnega modela.

3 Predlog modela financiranja

3.1 Predlog poslovnega modela JEK2

Poslovni model JEK2 je neločljivo povezan z modelom financiranja, saj usklajenost med obema predstavlja temelj za dolgoročno finančno vzdržnost in uspešno izvedbo projekta. Glede na kapitalsko intenzivnost jedrskih projektov, dolge investicijske cikle ter strateško pomembnost JEK2 za nacionalno elektroenergetsko stabilnost in postopno opuščanje premoga, predlagani poslovni model temelji na stoddotnem državnem lastništvu, financiranju države preko on-lendinga ter aktivni vlogi države v vseh fazah projekta – od razvoja in financiranja do obratovanja.

Zasnova poslovnega modela predvideva, da bo država zagotovila financiranje z izdajo lastnih dolžniških instrumentov, pridobljena sredstva pa prenesla v projektno družbo (SPV) v obliki t. i. on-lendinga. SPV, ki bo stoddotno v posredni ali neposredni lasti države, ob upoštevanju pogojev iz točke 4.1.3., bo samostojen nosilec dovoljenj, pogodb in operativnega vodenja projekta, pri čemer bo glavno breme financiranja ostalo na državi. Ključen finančni mehanizem za zagotavljanje stabilnosti prihodkov ostaja dvostranska pogodba za razliko v ceni (Contract for Difference – CfD), ki proizvajalcu električne energije zagotavlja predvidljive prihodke ne glede na gibanje tržnih cen. V primeru dvosmernega CfD mehanizma proizvajalec (JEK2 prek SPV) prejema doplačila, kadar tržna cena pade pod pogodbeno dogovorjeno izvršno ceno (strike price), presežek nad določeno ceno pa v obratnem primeru vrača državi. S tem se ustvarja dolgoročna stabilnost prihodkov, ki omogoča ugodnejše pogoje financiranja, nižje stroške kapitala in zmanjšuje investicijsko tveganje. Izvajanje mehanizma se bo, podobno kot v drugih državah, financiralo prek nizkega prispevka vseh uporabnikov električne energije v Sloveniji.

Uporaba finančnih instrumentov, kot so dvostranske pogodbe za razliko, državna poroštva in neposredno zadolževanje države z on-lendingom v SPV, ni specifična le za JEK2, temveč predstavlja uveljavljeno prakso pri večini jedrskih novogradenj v Evropi. Takšni mehanizmi so ključni za zmanjšanje investicijskega tveganja, povečanje dostopnosti financiranja in dolgoročno stabilnost poslovanja projektov, ki so praviloma kapitalsko intenzivni in dolgoročni po naravi. Pomembna prednost take zasnove je tudi možnost hitrejšega odločanja Evropske komisije, saj temelji na že uveljavljenih in potrjenih modelih. Temeljna poslovna usmeritev JEK2 ostaja stabilna pasovna proizvodnja električne energije, ki bo zagotavljala zanesljiv vir nizkoogljične energije v slovenskem elektroenergetskem sistemu. To pozicionira JEK2 kot ključni vir base-load proizvodnje in hkrati utemeljuje uporabo instrumentov, kot je dvostranski CfD.

3.2 Predlagani model financiranja: On-lending z možnostjo selektivnega direktnega financiranja SPV

Med analiziranimi možnostmi financiranja projekta JEK2 predstavlja Model 1a najbolj uravnotežen in izvedljiv pristop, saj se v največji meri sklada s ključnimi strateškimi cilji Republike Slovenije. Ti cilji vključujejo zagotavljanje stabilnosti javnih financ, vzpostavitev široke baze vlagateljev, ki obsega institucionalne, male in ESG vlagatelje, izkoriščanje statusa jedrske energije v okviru evropske taksonomije kot osnove za zeleno financiranje ter fazno prilagodljivost v okviru daljšega, več kot desetletnega investicijskega cikla.

Model 1a združuje prednosti suverene bonitete in močnega položaja države na finančnih trgih z možnostjo, da projektna družba (SPV) v določenih fazah prevzame del neposrednega zadolževanja. Takšna kombinacija omogoča, da se večina financiranja v začetnih fazah, ko so tveganja največja, izvede prek države, medtem ko se lahko v poznejših fazah, ob večji preglednosti in nižjem tveganju, postopoma odpira prostor za neposredno

zadolževanje SPV. Na ta način model zagotavlja stabilnost in predvidljivost financiranja, hkrati pa ustvarja pogoje za razpršitev investitorske baze in večjo fleksibilnost v času gradnje in obratovanja.

V primerjavi s povsem zasebnimi modeli je Model 1a bistveno bolj finančno vzdržen, saj zagotavlja nižje stroške kapitala, večjo likvidnost pri financiranju in lažji dostop do globalnih investicijskih trgov. Hkrati pa v primerjavi s popolnoma državnim modelom ohranja določeno stopnjo fleksibilnosti, ki jo omogoča vključevanje SPV v neposredno zadolževanje pod jasno določenimi pogoji. Ta hibridna zasnova zmanjšuje tveganja, povezana z refinanciranjem in spremembami tržnih pogojev, ter zagotavlja boljšo odpornost poslovnega modela skozi celoten življenjski cikel projekta JEK2. Državno financiranje tudi skrajno minimizira potrebo po lastniškem kapitalu, ki posledično lahko pomeni zelo nizek delež celotne bilančne vsote projekta, hkrati pa na ta način (prek vračila glavnice) še hitreje povrne vložek davkoplačevalcem.

3.2.1 Struktura financiranja

Primarni mehanizem financiranja projekta ostaja zadolževanje države, ki pridobljena sredstva v obliki on-lendinga prenese na projektno družbo (SPV). S tem se ohranja prednost nizkega stroška dolga, ki ga omogoča ugoden položaj države na finančnih trgih, ter zanesljivost obstoječe infrastrukture zadolževanja. Vzporedno pa model dopušča možnost, da SPV v določenih fazah – pod jasno določenimi pogoji – izvede selektivno neposredno zadolževanje, kadar je to ekonomsko utemeljeno in skladno z veljavnimi pravili.

Pogoji za takšno neposredno zadolževanje vključujejo primerljivost stroška financiranja z državnim zadolževanjem, odsotnost državnega poročstva oziroma obstoj prepričljivega ekonomskega interesa ter dosledno skladnost z evropskimi pravili glede državnih pomoči in evidentiranja javnega dolga. Na ta način se prepreči neučinkovita poraba javnofinančnih virov ter zagotovi, da vsak korak v smeri neposrednega financiranja projektne družbe temelji na objektivni presoji stroškov, koristi in tveganj.

Tako zasnovana dvotirna struktura omogoča prilagodljivo uravnavanje obsega javnega dolga glede na dinamiko razvoja projekta in razpoložanje na finančnih trgih, hkrati pa krepi samostojno kreditno zgodovino SPV. Postopno oblikovanje kredibilnosti projektne družbe na kapitalskih trgih prispeva k diverzifikaciji virov financiranja ter zmanjšuje odvisnost od državnih mehanizmov v kasnejših fazah projekta. Na ta način se doseže optimalno ravnovesje med finančno varnostjo, stroškovno učinkovitostjo in dolgoročno vzdržnostjo projekta JEK2.

3.2.2 Prednosti za projekt JEK2

Model prinaša za projekt JEK2 več ključnih prednosti, ki ga umeščajo med najbolj uravnotežene in vzdržne možnosti financiranja. Najpomembnejša je stabilnost v začetnih fazah, ko so tveganja najvišja in je negotovost glede poteka gradnje največja. V tem obdobju lahko država s svojo bonitetno oceno in močno prisotnostjo na finančnih trgih zagotovi nižje stroške dolga in s tem bistveno razbremeni projekt v njegovem najobčutljivejšem obdobju. Pričakuje se, da bo država zagotovila pretežni del financiranja, s čimer se ohranja zaupanje vlagateljev in stabilnost javnofinančne konstrukcije.

V nadaljevanju model omogoča postopno razprševanje tveganj, saj selektivno vključevanje SPV na kapitalske trge zmanjšuje pritisk na javne finance in postopno prenaša del tveganj na sam projekt. Tak pristop ne le izboljšuje javnofinančno vzdržnost države, temveč tudi krepi samostojno kredibilnost projektne družbe. S tem se hkrati odpirajo vrata alternativnim virom financiranja, saj neposredno zadolževanje SPV omogoča vključevanje specializiranih skladov, infrastrukturnih vlagateljev in dolgoročnih institucionalnih investorjev, ki pogosto iščejo priložnosti v tovrstnih strateških projektih.

Model je posebej ugoden tudi z vidika trajnostnega financiranja. Tako država kot SPV lahko izdajata finančne instrumente, ki so usklajeni z evropsko taksonomijo, kar povečuje privlačnost projekta za ESG vlagatelje in krepi ugled Slovenije na področju zelenega financiranja. Nenazadnje model zagotavlja potrebno prilagodljivost dolgoročnim investicijskim ciklom, ki pri jedrskih projektih trajajo več kot desetletje. To pomeni, da se financiranje lahko izvaja fazno, z uporabo različnih valutnih kombinacij in instrumentov, kar povečuje odpornost projekta na spremembe tržnih pogojev in zagotavlja dolgoročno stabilnost celotne finančne konstrukcije.

3.2.3 Tveganja in izzivi

Model 1a kljub številnim prednostim prinaša tudi določena tveganja in izzive, ki jih bo treba ustrezno nasloviti v fazi načrtovanja in izvajanja. Eden izmed ključnih izzivov je t. i. dvojna disciplina, saj bo potrebno hkratno in usklajeno upravljanje dolga in zadolževanja za financiranje potreb državnega proračuna ter morebitnega tržnega financiranja projektne družbe (SPV). To povečuje koordinacijsko kompleksnost ter zahteva okrepljene institucionalne zmogljivosti in jasne mehanizme nadzora. Poleg tega bo nujna stroga regulativna skladnost z evropskimi pravili glede on-lendinga, državnih poroštev in obravnave javnega dolga. Evropska komisija pri tovrstnih projektih podrobno preverja mehanizme prenosa tveganj in morebitna izkrivljanja konkurence, zato bo dosledno usklajevanje z veljavnimi smernicami EU ključno za odobritev izbranega modela.

Posebno pozornost bo treba nameniti tudi tveganju refinanciranja. Če bo v poznejših fazah financiranja večji delež preusmerjen na tržne vire, bo uspešnost projekta v pomembni meri odvisna od skrbno načrtovane strategije refinanciranja SPV. Ta mora upoštevati gibanje tržnih obrestnih mer, tržne razmere in likvidnostne pogoje, da se prepreči povečanje stroškov kapitala ali morebitna ogroženost finančne stabilnosti projekta.

Kljub navedenim tveganjem in izzivom ostaja Model 1a najbolj izvedljiv in uravnotežen kompromis, saj združuje fiskalno odgovornost države s postopnim vključevanjem zasebnega kapitala in odpiranjem alternativnih virov financiranja, kar je ključno za dolgoročno stabilnost in uspešnost projekta JEK2.

3.3 Kapitalska struktura

Pri določitvi kapitalske strukture projekta JEK2 se kot najustreznejša rešitev predvideva stoddostno lastništvo države, bodisi neposredno, bodisi prek Slovenskega državnega holdinga ali skupine GEN. Takšna ureditev zagotavlja preglednost, stabilnost in usklajenost z javnofinančnimi cilji Republike Slovenije. Obseg projekta je izjemno velik, zato bi bila udeležba zasebnega kapitala v lastniški strukturi zanemarljiva, njihov interes pa bi bil praviloma usmerjen v doseganje nesorazmerno visokih donosov ob minimalnem tveganju, saj bi večino zaščitnih mehanizmov zagotavljala država. Takšno neravnovesje med tveganjem in donosom ni primerno z vidika javnega interesa, zato se kot ključna izhodiščna rešitev potrjuje stoddostno državna lastniška udeležba.

Predlagani model financiranja temelji na zadolževanju države in naknadnem prenosu sredstev v projektno družbo (SPV) v obliki t. i. on-lendinga. SPV ostaja samostojen nosilec dovoljenj, pogodb in operativnega vodenja projekta, medtem ko država prevzema vlogo glavnega izdajatelja dolga in nosilca finančnega tveganja. Razmerje med lastniškim in dolžniškim kapitalom bo v tem okviru izrazito v prid dolžniškemu financiranju, saj bo potrebne lastniškega kapitala relativno malo. Vloga zasebnega sektorja se zato pričakuje predvsem na dolžniški strani, prek nakupa državnih obveznic, izdanih za ta namen, kar omogoča vključitev široke baze vlagateljev in hkrati ohranja stoddostni državni nadzor nad projektom. Posebej pomembno je, da je takšna zasnova razumljiva in sprejemljiva za investitorje v državne dolžniške vrednostne papirje, ki pričakujejo jasno

porazdelitev tveganj in donosov, ter za bonitetne agencije, ki na podlagi tega ocenjujejo vzdržnost in zanesljivost javnofinančnih obveznosti Republike Slovenije.

Na področju prihodkovne in odhodkovne zaščite bodo mehanizmi, kot so zgodnje faze financiranja, pogodbe za razliko in druge oblike stabilizacije prihodkov, zagotovljeni s strani države. V takšnem okviru bi lastniška udeležba zasebnega kapitala povzročila neustrezno porazdelitev koristi in tveganj, medtem ko model državne zadolžitve z on-lendingom v SPV zagotavlja ravnotežje med javnofinančno odgovornostjo in vključenostjo zasebnega sektorja preko transparentnih dolžniških instrumentov. S tem se ustvarja pošten in uravnotežen okvir, ki upošteva interese vlagateljev ter omogoča pozitivno oceno bonitetnih agencij. Takšna ureditev ohranja stoddotno neposredno ali posredno državno lastništvo, krepi zaupanje javnosti in vlagateljev ter zagotavlja dolgoročno vzdržnost projekta, ki je strateškega pomena za Republiko Slovenijo.

3.4 Pogoji posojila SPV na podlagi on-lendinga države

Financiranje projekta JEK2 bo v pomembnem delu temeljilo na posojilu, ki ga Republika Slovenija zagotovi namenski družbi (SPV) v okviru mehanizma on-lendinga. Takšen pristop predstavlja ključen element finančne strukture projekta, saj omogoča, da se prednosti položaja države in dostop do ugodnejših pogojev financiranja učinkovito preneseta na projektni subjekt.

Ureditev temelji na mednarodno uveljavljeni praksi in je zasnovana v skladu z veljavnimi predpisi EU o državnih pomočeh, fiskalnimi pravili ter slovensko zakonodajo o javnih financah. S tem se zagotavlja, da posojilo ne vsebuje elementov nedovoljene pomoči, hkrati pa prispeva k nižjim stroškom kapitala, višji transparentnosti in večji verodostojnosti projekta pred investitorji. Podrobni pogoji on-lendinga bodo natančno določeni v zaključni fazi priprave projekta ob upoštevanju končne strukture financiranja.

3.4.1 Struktura in namen on-lendinga

Država kot glavni posojilojemalec pridobi sredstva bodisi neposredno na dolžniških kapitalskih trgih bodisi preko mednarodnih finančnih institucij, nato pa ta sredstva posreduje naprej SPV v obliki on-lendinga (posojila). Namen tovrstnega posojila je zagotoviti dolgoročno stabilno in cenovno ugodno financiranje projekta, ob hkratnem ohranjanju transparentnosti javnofinančnih tokov.

3.4.2 Pogoji posojila

- Znesek posojila: v skladu z deležem državnega financiranja projekta JEK2; določen po končni oceni višine investicije.
- Obrestna mera: država bi na SPV prenesla dosežene lastne pogoje financiranja, povečani za minimalno maržo za pokritje stroškov financiranja in nadzora ter morebitnega pribitka za državno pomoč.
- Vrsta obrestne mere: fiksna obrestna mera
- Doba odplačevanja: usklajena z ekonomsko življenjsko dobo projekta.
- Moratorij na glavnico: do konca gradbene faze ali do začetka komercialnega obratovanja.
- Odplačilo glavnice: obročno odplačevanje
- Valuta: evro

- Zavarovanje: posojilo bi bilo zavarovano z morebitnimi prihodki iz projekta, ali z odstopom terjatev v zavarovanje.

3.4.3 Fiskalni in pravni vidiki

Posoja denarnih sredstev v obliki on-lendinga mora biti izvedena v skladu z veljavno zakonodajo v Sloveniji ter evropskimi pravili o državnih pomočeh. Trenutni predpisi ne omogočajo državi, da dodeluje takšna posojila gospodarskim družbam zato bo potrebno v ta namen vzpostaviti ustrezen pravni okvir za posojanje javnih sredstev.

3.4.4 Nadzor

Država ohranja nadzor nad namensko porabo sredstev preko pogodbenih mehanizmov, rednih poročil SPV in rednih revizij (obvezne notranje in zunanje). V pogodbi o on-lendingu (ali v ustreznem področnem zakonu) se določijo tudi pravice do nadzora, vpogleda v evidence, sankcije za kršitve in postopki za morebitno reševanje sporov. Tovrstni mehanizmi omogočajo državi, da pravočasno ukrepa v primeru odstopanj od načrtovanih finančnih parametrov projekta.

3.5 Posojila SPV z državnim poroštvom

Finančna konstrukcija projekta JEK2 lahko poleg on-lendinga vključuje tudi možnost, da SPV del sredstev za financiranje investicije samostojno pridobi na finančnih trgih, pri čemer država v določenem obsegu (deležu) izda državno poroštvo za obveznosti SPV. Takšen pristop omogoča večjo fleksibilnost pri strukturi financiranja, hkrati pa zahteva natančno pravno in fiskalno ureditev. Ureditev je zasnovana v skladu z mednarodnimi praksami za velike infrastrukturne projekte, kjer država nastopa kot porok (garantor) pod posebnimi pogoji, ki zagotavljajo transparentnost, omejenost izpostavljenosti države ter učinkovit nadzor nad upravljanjem projekta.

3.5.1 Struktura in namen poroštva

Državno poroštvo bi bilo izdano izključno za namen financiranja projekta JEK2, in sicer za tisti del dolžniških obveznosti, ki jih SPV najema samostojno pri predvsem specializiranih finančnih institucijah. Takšna ureditev omogoča SPV dostop do ugodnejših pogojev financiranja, saj se tveganje vlagateljev zniža zaradi državne garancije. Poroštvo bi bilo omejeno po obsegu in trajanju, vezano izključno na projektne obveznosti.

3.5.2 Pogoji izdaje poroštva

- Obseg poroštva: določen kot največji dovoljeni znesek državne izpostavljenosti, izražen bodisi kot absolutni znesek bodisi kot odstotek skupne vrednosti investicije.
- Trajanje poroštva: časovno omejeno na obdobje od črpanja kredita do konca obdobja odplačevanja oziroma do izpolnitve vseh pogodbenih obveznosti SPV.
- Obrestna mera in pogoji posojila: Primerljivi ali nižji od pogojev financiranja na podlagi mehanizma on-lendinga.
- Plačilo za poroštvo: SPV plačuje provizijo za izdano poroštvo, skladno z metodologijo, ki jo določa Ministrstvo za finance RS, s čimer se zagotovi skladnost s pravili EU o državnih pomočeh.
- Zavarovanje: poroštvo mora biti podprto z ustreznimi jamstvi s strani SPV.

3.5.3 Fiskalni in pravni vidiki

Za izdajo poročta je potrebno sprejeti t.i. poroštveni zakon. Poroštveni zakon je poseben zakon (*lex specialis*), s katerim Državni zbor Republike Slovenije odobri in uredi izdajo konkretnega poročta za določen namen ali projekt. Vsebuje določbe o upravičencu, višini in obsegu poročta, pogojih izdaje, načinu izvajanja, regresni pravici države ter nadzoru in poročanju Ministrstva za finance. Poroštvo mora biti evidentirano kot pogojna obveznost države, pri čemer se njegova fiskalna obravnava določi skladno z metodologijo ESA 2010 in smernicami Eurostata. Z vidika izpolnjevanja fiskalnih pravil je pomembno, kako bo EUROSTAT obravnaval delovanje SPV.

3.5.4 Nadzor

Država izvaja stalni nadzor nad finančnim poslovanjem SPV in skladnostjo s pogoji poročta. SPV mora redno poročati Ministrstvu za finance o stanju dolga, servisiranju obveznosti in izpolnjevanju pogodbenih zavez. Poleg tega je priporočljivo vzpostaviti mehanizem notranjega nadzora in neodvisne zunanje revizije, ki potrjuje skladnost z določili poroštvene pogodbe in s pogoji državne pomoči.

4 Priglasitev Evropski komisiji

4.1.1 Časovnica in opozorila z vidika državnih pomoči

Izgradnja drugega bloka Jedrske elektrarne Krško (JEK2), kot je trenutno načrtovana, bo glede na trenutne ocene in pričakovanja z vidika evropske zakonodaje štela za državno pomoč. Na ravni Evropske unije obstajajo številni primeri izgradnje jedrskih elektrarn z različnimi oblikami državne intervencije, ki jih je Evropska komisija (EK) že presojala, odobrila ali pa jih še podrobneje preiskuje.

Z vidika državnih pomoči je ključno, da se projekt pravilno umesti v regulatorni okvir in da so v ustrezni časovnici obravnavani vsi bistveni elementi. Investicija se ne sme pričeti izvajati pred izdajo pozitivne odločbe EK. Vendar pa je v tem času dovoljeno izvajanje pripravljalnih aktivnosti, kot so pridobivanje gradbenih dovoljenj, umeščanje objekta v prostor ter priprava projektne dokumentacije. Pomoč se formalno šteje za dodeljeno že takrat, ko državni organ s pravno zavezujočim aktom obljubi javna sredstva, in ne šele ob dejanski izvedbi transakcije. Pomoč pomeni korist, ki jo prejme subjekt, ki opravlja gospodarsko dejavnost, in se preračuna na neto sedanjo vrednost (NSV).

Za začetek usklajevanja z Evropsko komisijo mora biti pripravljen nabor ključnih dokumentov in analiz. Med njimi so: bolj ali manj zaključena finančna konstrukcija, razdeljena na obdobje izgradnje in obratovanja (vključno z vprašanjem upravljanja, pogoji in postopkom izbire izvajalcev); natančno opredeljena višina investicije, upravičeni stroški, obseg javnih virov in trajanje pomoči; ter jasen prikaz vseh državnih intervencij, kot so subvencije, ugodno financiranje, garancije ali kapitalski vložki. Posebej pomembno je navesti udeležbo zasebnih investitorjev (če je predvidena), vsebino projekta, izvajalce ukrepov, razmerje med izvajalci in državo ter način nadzora nad izvajanjem projekta.

Dokumentacija mora dokazovati, da projekt brez državne intervencije ne bi bil izvedljiv, hkrati pa mora izkazovati nujnost, sorazmernost in ustreznost stroškov. Navedene morajo biti tudi alternativne možnosti za zagotavljanje nizkoogljične energetske mešanice, ki pokažejo, da je jedrski projekt stroškovno najustreznejši, okoljsko najbolj sprejemljiv ali optimalen glede na cilje zmanjšanja emisij, varnosti in zanesljivosti oskrbe. Prav tako je treba predstaviti alternativne mehanizme financiranja jedrske energije, razmerje med presežki oziroma dobički od prodaje na trgu in državo, oblikovanje cen, predvidene pogodbe in pravila trgovanja med državami članicami. Pomembno je utemeljiti, zakaj projekt ne izkrivlja konkurence na notranjem trgu EU.

Vsi resorni dokumenti morajo biti v tej fazi usklajeni, projekt pa mora biti v celoti skladen z veljavno slovensko zakonodajo. Če zakonodaja tega še ne omogoča, je treba pravočasno pristopiti k potrebnim spremembam. V primeru, da bo pravna podlaga za izvedbo projekta poseben zakon, je potrebno pripraviti njegov osnutek. Zakon o poroštvu je lahko sprejet kasneje, vendar morajo biti pogoji poročstva opisno opredeljeni že v okviru priglasitve. Evropska komisija pri presoji skladnosti državnih pomoči za jedrske projekte upošteva širok nabor dejavnikov, med drugim energetske potrebe držav članic, varnost oskrbe, vpliv na okolje ter učinke na konkurenčnost notranjega trga EU.

4.1.2 Postopki pred Evropsko komisijo

4.1.2.1 Prva faza – pred notifikacija.

Pri obsežnih in strateških projektih EK praviloma priporoča izvedbo pred notifikacije. Gre za neformalni postopek, v okviru katerega se usklajujejo vsa potrebna dokazila, analize in dokumenti. Proces vključuje

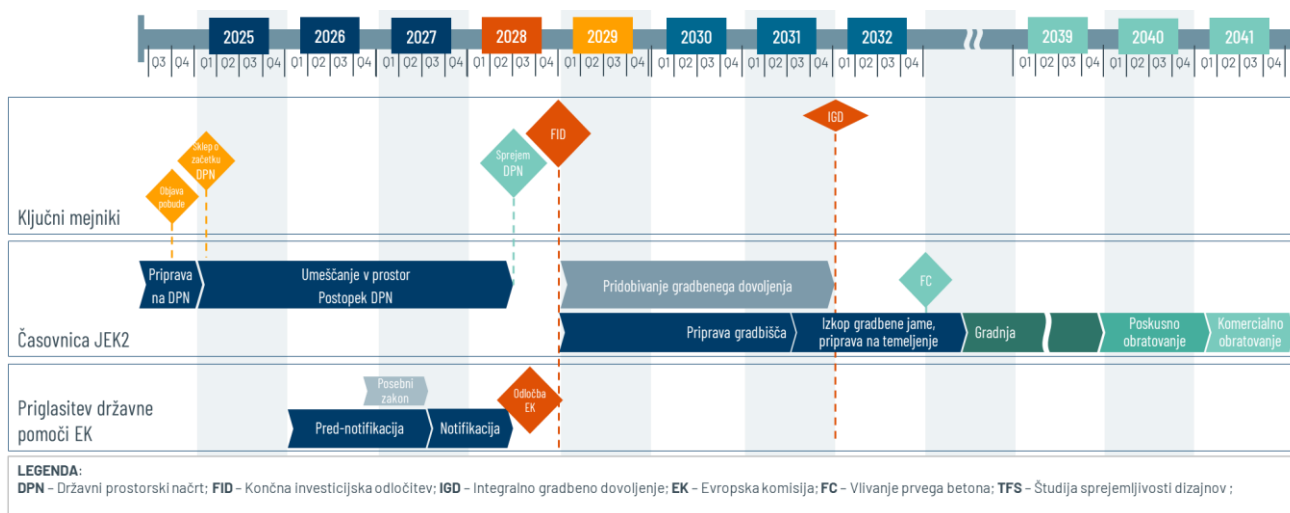
intenzivno pisno komunikacijo in številne sestanke, pri čemer posamezna izmenjava dokumentov običajno traja približno dva meseca. Trajanje te faze je odvisno predvsem od pripravljenosti države in lahko traja do dve leti ali več. Če se v pred notifikaciji uskladijo vsi potrebni dokumenti, je nadaljnja formalna priglasitev večinoma zgolj administrativni postopek. V tej fazi je smiselno z EK usklajevati tudi osnutke pravnih aktov, saj se ti v postopku praviloma še spreminjajo in dopolnjujejo.

4.1.2.2 Druga faza – formalna notifikacija.

V formalnem postopku EK pripravi odločbo po hitrem postopku, ki pa mora biti usklajena z vsemi relevantnimi direktorati in pravno službo Komisije. Tudi tu so možne dodatne pripombe posameznih generalnih direktorats. Minimalno trajanje postopka je dva meseca, v praksi pa običajno traja dlje. Poleg tega Aarhuška konvencija zahteva, da je predlog odločbe EK predložen javnosti, ki mora imeti dostop do informacij o okolju, možnost sodelovanja pri odločanju ter pravno varstvo v okoljskih zadevah. Glede tega še ni vzpostavljene ustaljene prakse, zato časovni okvir ostaja negotov.

Šele po izdaji pozitivne odločbe EK se lahko začne dejanska izvedba investicije. Če v času izvajanja projekta pride do povečanja javnih izdatkov za več kot 20 %, je potrebno EK predložiti predlog za dopolnitev sheme državne pomoči z ustreznimi obrazložitvami in dodatnimi dokumenti.

Na sliki 7 je prikazana časovnica postopkov priglasitve državne pomoči Evropski komisiji.



Slika 7: Časovnica postopkov priglasitve državne pomoči evropski komisiji

4.1.3 Pravila EU o »in-house exception«

Za opredelitev razmerja med državo, SPV in GEN je treba upoštevati tudi pravila EU o t. i. »in-house exception«, ki pomenijo izjemo od obveznosti javnega naročanja. Pogoji so:

1. Obvladovanje izvajalca s strani naročnika – naročnik mora obvladovati zadevno pravno osebo tako kot svojo službo.
2. Bistveni del dejavnosti izvajalca – izvajalec mora večino dejavnosti (>80 %) opravljati za izvedbo nalog, ki mu jih je zaupal naročnik.
3. Kapitalska udeležba zasebnih oseb – zasebnega kapitala ne sme biti, razen v nepomembnih oblikah brez odločilnega vpliva in če je to zahtevano z zakonom, ki je skladen s PEU in PDEU.

Ta pravila izhajajo iz sodbe C-107/98 Teckal in so vključena v Direktivo 2014/24/EU (člen 12). Če bodo pogoji izpolnjeni, bo mogoče projektno družbo obravnavati kot »*in-house*« subjekt, kar poenostavi izvajanje projekta brez javnih razpisov.

5 Zadolževanje državnega proračuna

5.1 Ocena kreditnega tveganja dolgoročnega dolga RS

Eno izmed meril zmožnosti izpolnjevanja obveznosti države so tudi kreditne ocene za dolgoročno zadolževanje, ki jih dodeljujejo mednarodne agencije za ocenjevanje kreditnega tveganja (rating agencije). Pri ocenjevanju sposobnosti države, da bo vrnila izposojena sredstva, upoštevajo najbolj ugledne bonitetne agencije predvsem:

- ekonomsko moč in raven bogastva;
- institucionalno trdnost;
- fiskalno moč države in
- verjetnost večjih negativnih šokov.

V nadaljevanju so navedene agencije, ki ocenjujejo Slovenijo v časovni retrospektivi, kar je izpostavljeno v aktualnem Letnem poročilu o upravljanju z javnim dolgom za leto 2024:

- RS ima od 1996 pogodbe s tremi največjimi bonitetnimi agencijami: Standard & Poor's (S&P), Moody's, Fitch.
- S širitvijo investitorskega zaledja z izdajo Samurai obveznice v JPY v letu 2024 je dodatno sklenjena pogodba z japonsko JCRA (od poletja 2024).
- Nenaročene (unsolicited) ocene v 2024: japonska R&I, evropski Scope Ratings in Creditreform Rating, ter DBRS. Creditreform je konec 2024 prenehal ocenjevanje držav, tudi Slovenije.
- Regulatorna in urniki. Po Uredbi (ES) 1060/2009 (z vključenimi spremembami) morajo agencije državam oceno revidirati najmanj vsakih 6 mesecev in vsak december objaviti koledar največ treh datumov na katere lahko objavijo bonitetno oceno v naslednjih 12 mesecih.

Spodaj je prikazan strnjen pregled ključnih dejavnikov razvoja bonitetnih ocen v obdobju 2011–2023, do vključno leta 2025.

- 2011–2013: poslabšanja zaradi slabše rasti v EU, bančnih težav in počasnih sistemskih ukrepov.
- 2014: preobrat obetov na pozitivne pri vseh treh agencijah.
- 2015–2017: več zaporednih povišanj (Moody's na Baa3 2015; S&P na A in nato A+ 2016–2017; Fitch na A- 2016; Moody's na Baa1 2017).
- 2018–2019: nadaljnje izboljšave bonitetne ocene (S&P na AA- 2019; Fitch na A 2019; Moody's pozitivni obeti 2019).
- 2020–2021: ocene ohranjene kljub COVID-19; Moody's dvigne na A3 (10/2020).
- 2022–2023: potrditve ocen in obetov kljub inflaciji in energetskega tveganjem.

Rating agencija Moodys je oktobra 2024 izboljšala obete ocene na pozitivne, decembra 2024 pa je enako storila tudi agencija S&P. Glavni poudarki in razlogi, na podlagi katerih so agencije utemeljile svoje kreditne ocene oziroma obete Republike Slovenije skozi leto 2024, so naslednji : (1) močni fiskalni in zunanjetrgovinski položaji; (2) učinkovito upravljanje dolga, visoke likvidnostne rezerve in perspektiva zniževanja dolga; (3) napredek strukturnih reform; (4) stabilen bančni sistem; in (5) dobra institucionalna odzivnost.

Pozitivni obeti nakazujejo možnost nadaljnjega dviga ocen v srednjem roku, če bodo: javne finance ostale vzdržne (zmanjševanje dolga, pokojninska reforma), gospodarstvo pa odporno in z izkazanim potencialom gospodarske rasti.

Najvišjo bonitetno oceno ima Slovenija pri agenciji S&P, kjer je junija 2025 prvič prejela oceno AA, kar jo uvršča med države z visoko stopnjo zaupanja vlagateljev (angl. *high grade rating*). S tem je Slovenija postala država z najvišjo bonitetno oceno med državami srednje in vzhodne Evrope. Višja bonitetna ocena znižuje kreditni pribitek in obratno. To je še toliko bolj pomembno, ko višina kreditnega pribitka v strukturi obrestne mere pridobiva na pomenu. Ta scenarij je mogoč ob rastočih potrebah po zadolževanju in zniževanju ključnih obrestnih mer ECB, kar se nato odrazi v nižjih tržnih evrskih obrestnih merah, kot sta evrska srednja obrestna zamenjava in 6m-Euribor.

Stanje bonitetnih ocen na dan 22. 9. 2025 (dolgoročni dolg RS).

- S&P: AA (stabilni obeti)
- Moody's: A3 (pozitivni obeti)
- Fitch: A (pozitivni obeti)

5.2 Strateški cilji in osnova načela zadolževanja države

Svet ECOFIN je decembra 2023 dosegel politični dogovor o spremenjenem sistemu ekonomskega upravljanja v EU in v okviru le-tega o novih fiskalnih pravilih. Evropski parlament in Svet EU sta konec aprila 2024 potrdila prenovljen sistem ekonomskega upravljanja in fiskalnih pravil na EU ravni. Na tej osnovi je Ministrstvo za finance RS pripravilo Srednjeročni fiskalni in strukturni načrt za obdobje fiskalne prilagoditve – konsolidacije 2025-2028, ki predstavlja srednjeročni fiskalni okvir za vodenje fiskalne politike in v okviru te usmeritev razvoja javnega dolga. Vlada RS je Srednjeročni fiskalni in strukturni načrt 2025-2028 sprejela 10. oktobra 2024, strokovne službe Evropske komisije so ga nato pregledale ali je skladen z novimi fiskalnimi pravili, ga potrdile in od tedaj velja in ga je potrebno upoštevati. V sistemu novih fiskalnih pravil se referenčna vrednost za javni dolg ohranja pri višini 60 % BDP, pri dovoljenem primanjkljaju sektorja država pa prav tako pri -3 % BDP.

RS cilja na stabilno, predvidljivo in stroškovno učinkovito financiranje z likvidnimi sindiciranimi izdajami ter aktivnim sekundarnim trgom. Pri tem uporablja diverzificirano investitorsko bazo in robustno infrastrukturo poravnave, kar zmanjšuje tveganja in stroške. Predfinanciranje pa omogoča izkoriščanje ugodnih razmer na kapitalskih trgih ter zmanjšuje tveganje refinanciranja. V skladu s šestim odstavkom 81. člena ZJF Vlada RS najmanj vsaka tri leta sprejme srednjeročno strategijo upravljanja javnega dolga, v kateri določi srednjeročne cilje, ki se zasledujejo pri zadolževanju in upravljanju dolga državnega proračuna. Strategijo izvaja ministrstvo, pristojno za finance. Aktualna strategija temelji na strateških ciljih upravljanja z dolgom, in sicer:

1. Pravočasno in zadostno financiranje proračuna.
2. Znižanje dolgoročnih stroškov financiranja ob sprejemljivih tveganjih (refinanciranje, valutno, obrestno in druga tržna).
3. Širitev in diverzifikacija investitorske baze ter učinkovita komunikacija z mednarodnimi institucijami.
4. Krepitev likvidnosti in razvoj sekundarnega trga državnih vrednostnih papirjev.
5. Nadaljnja centralizacija sredstev na enotnem zakladniškem računu.
6. Kontinuiran razvoj aplikativnega sistema EZR.
7. Nenehen razvoj in odzivnost informacijskega sistema kontrol ter podatkov o zadolženosti sektorja država.

Osnovna načela, ki se jim sledi pri doseganju strateških ciljev

Ravnotežje med doseganjem čim nižjega stroška ob ustrezni ročnosti dolga in valutni ter obrestni strukturi za zmanjšanje tečajnih in obrestnih tveganj. Struktura zadolževanja se prilagaja tržnim pogojem, boniteti države, kakovosti makroekonomskih politik in institucionalnim zmožnostim. Ključen je jasen makroekonomski okvir in zavezanost Vlade RS k vzdržni gospodarski rasti in obvladljivem dolgu. Primerna ročnost, velikost in število izdaj omogočajo oblikovanje krivulje donosnosti ter likviden sekundarni trg; tržna cena z aktivnega sekundarnega trga je ključna za uspešne nove izdaje.

Po vstopu v EMU (Smernice 13. 12. 2006) so bili cilj širitev investitorske baze po EU, transparentno oblikovanje cen prek standardne trgovalne platforme za referenčne obveznice, učinkovit poravnalni sistem za večjo likvidnost. Od 2007 deluje skupina primarnih vpisnikov (domače in mednarodne banke), z obveznostjo vzdrževanja likvidnosti na izbranem elektronskem sistemu. Sindicirane izdaje RS (ponudba na evropskem trgu, vpis v KDD, povezave z Euroclear/Clearstream) so postale primarni instrument financiranja; možni so tudi drugi instrumenti v manjšem obsegu za doseganje strateških/operativnih ciljev. Ta ureditev je obstala tudi skozi globalno finančno krizo. Predfinanciranje poleg tekočih potreb omogoča zadolževanje tudi do višine odplačil glavnice v naslednjih dveh letih. Namen je prilagajanje dinamike izdaje tržnim razmeram, zagotavljanje referenčnih velikosti izdaj, večjo likvidnost in stabilno krivuljo donosnosti.

Za učinkovito obvladovanje izzivov in nestanovitnosti na dolžniških kapitalskih trgih, kot posledice geopolitičnih napetosti, Ministrstva za finance proaktivno pristopa h komunikaciji z investitorji in bankami primarnimi vpisnicami za obveznice Republike Slovenije. Ministrstvo za finance skrbno spremlja dinamiko med ponudbo in povpraševanjem po SLOREP obveznicah tako na primarnem kot sekundarnem dolžniškem kapitalskem trgu in temu primerno prilagaja svoj pristop in operativne cilje. RS se zato v svojih strateških dokumentih ne omejuje zgolj na domači evrski trg, temveč ohranja odprtost za izdajo obveznic tudi na globalnih trgih. Hkrati sama rast nominalnega obsega dolga državnega proračuna kot tudi dolga sektorja države zahteva poglobljanje in širitev investitorskega zaledja.

5.3 Krivulja donosnosti evrskih obveznic Republike Slovenije

Za določitev matematičnega zapisa odvisnosti zahtevane donosnosti evrskih obveznic Republike Slovenije od časa do dospelja uporabimo uveljavljen Nelson-Siegel-Svensson model (v nadaljevanju: N-S-S model), na podlagi katerega se ob predhodni kalibraciji parametrov modela $\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3, \tau_1, \tau_2$ izračuna vrednost donosa v skladu z naslednjo enačbo:

$$f(x) = \beta_0 + \beta_1 \left[\frac{1 - e\left(\frac{-x}{\tau_1}\right)}{\frac{x}{\tau_1}} \right] + \beta_2 \left[\frac{1 - e\left(\frac{-x}{\tau_1}\right)}{\frac{x}{\tau_1}} - e\left(\frac{-x}{\tau_1}\right) \right] + \beta_3 \left[\frac{1 - e\left(\frac{-x}{\tau_2}\right)}{\frac{x}{\tau_2}} - e\left(\frac{-x}{\tau_2}\right) \right],$$

pri čemer:

x označuje čas do dospelja, izražen v letih;

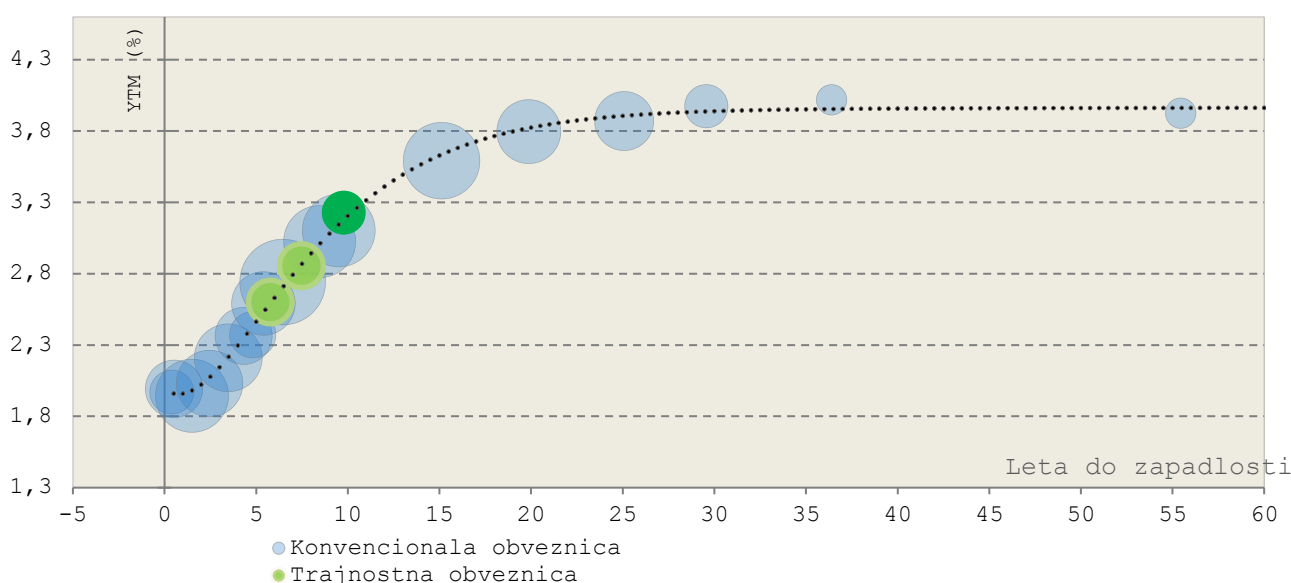
e je konstanta – Eulerjevo število ter

$\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3, \tau_1, \tau_2$ so parametri N-S-S modela, ki jih izračunamo tako, da minimiziramo vsoto kvadratov razlik med dejansko tržno vrednostjo donosov evrskih obveznic Republike Slovenije na sekundarnem trgu in ocenjeno vrednostjo donosov na podlagi N-S-S modela v skladu z naslednjo enačbo:

$$\min_{\beta, \tau} \sum (f - f^M)^2.$$

Z N-S-S modelom tako poiščemo funkcijski zapis krivulje donosnosti v odvisnosti od časa, ki nam omogoča, da lahko nato za poljubno izbrane ročnosti (x) izračunamo, kakšno vrednost donosa za sekundarni trg določa N-S-S model, ki je umerjen (kalibriran) na tržne vrednosti nakupne strani zahtevanih donosnosti za različne preostale ročnosti obstoječih evrskih obveznic.

Spodnja slika prikazuje tržno krivuljo donosnosti vrednostnih papirjev RS po modelu N-S-S na razponu obstoječe preostale ročnosti od 0 do 60 let. Iz podatkov sekundarnega trga je razvidno, da se zahtevane donosnosti povečujejo z ročnostjo. Slika hkrati prikazuje velikosti posameznih izdaj SLOREP referenčnih obveznic, s čimer se želi ponazoriti, da večji obseg izdane obveznice izkazuje skladnejšo lego s krivuljo donosnosti, kar pomeni, da so te obveznice likvidnejše in investitorji na dolžniških kapitalskih trgih zahtevajo nižjo donosnost prav zaradi nižje zahtevne premije za likvidnost.



Slika 11: Evrska krivulja donosnosti Republike Slovenije in nominalne velikosti izdaj referenčnih obveznic RS

Vir: Bloomberg, Ministrstvo za finance lastni izračuni, 22. 9. 2025

5.4 Trgovanje z vrednostnimi papirji Republike Slovenije

V letu 2024 so vsi državni vrednostni papirji, izdani v KDD, kotirali na Ljubljanski borzi, medtem ko so se obveznice izdane v Euroclear in Clearstream (predvsem v USD, vključno z RS92) trgovale na Luksemburški borzi. Na Ljubljanski borzi je ob koncu leta kotiralo 21 obveznic Republike Slovenije s skupno tržno kapitalizacijo 37,5 milijarde EUR, promet pa je znašal 6,6 milijona EUR, od česar je večino ustvarila ljudska obveznica RS94. Skupna tržna kapitalizacija se je glede na leto 2023 nekoliko povečala, promet pa je po več letih nizke aktivnosti doživel opaznejši porast. Na trgu MTS Slovenija, kjer se trguje z referenčnimi obveznicami, je povprečni mesečni promet v letu 2024 dosegel 763,3 milijona EUR, skupni letni promet pa 9,2 milijarde EUR, kar je za 4,1 milijarde več kot leto prej. Trgovanje na ostalem sekundarnem trgu (OTC) je ostalo nespremenjeno pri 7,3 milijarde EUR, tako da je skupni obseg trgovanja primarnih vpisnikov na vseh sekundarnih trgih znašal 16,5 milijarde EUR. Republika Slovenija je za razvoj sekundarnega trga uvedla tudi program začasnih prodaj lastnih dolžniških vrednostnih papirjev (repo poslov), s katerimi izboljšuje likvidnost in zmanjšuje tveganje neporavnave poslov. Razmiki med nakupno in prodajno ceno obveznic so bili v letu 2024 večinoma nizki, okoli

10 bazičnih točk, občasno so se povečali do 22 b.t., konec leta pa so 10-letni razmiki presegli 50 b.t. Na OTC trgu so se 5- in 10-letni razmiki v letu 2024 dodatno znižali, medtem ko se donosnosti slovenskih državnih obveznic niso izrazito spremenile glede na leto 2023 in so bile manj volatilne. Tudi pribitki kreditnih zamenjav (CDS) so ostali na nizkih ravneh, z le minimalnim povečanjem konec leta.

V prvih sedmih mesecih v letu 2025 na Ministrstvu za finance ugotavljamo znatno povečan obseg trgovanja na MTS, ki dosega 26,5 milijarde EUR, na ostalem sekundarnem trgu pa obseg trgovanja znaša 5,9 milijarde EUR.

5.5 Ocena stroška zadolževanja Republike Slovenije v srednjeročnem do dolgoročnem obdobju

V obdobju po zaustavitvi cikla dvigov referenčnih obrestnih mer ECB septembra 2023 in začetku njihovega zniževanja junija 2024 so se razmere na evrskem dolžniškem trgu stabilizirale, vendar na bistveno višji ravni kot v obdobju pred letom 2022. Ključni dejavnik višjih donosnosti je strukturno spremenjeno okolje obrestnih mer v evro območju, kjer se po dolgotrajnem obdobju izjemno nizkih obrestnih mer vračamo k ravnem, ki odražajo kombinacijo zmerne inflacije, povečanega javnofinančnega zadolževanja in zahtev investorjev po pozitivnem realnem donosu.

Pomemben dejavnik, ki prispeva k višji ravni in strmejši obliki evrskih krivulj donosnosti, je investicijski cikel v Nemčiji in odločitve držav o povečanju obrambnih izdatkov. Nemška vlada je v letu 2025 napovedala večje proračunsko zadolževanje za financiranje modernizacije obrambne industrije in energetske infrastrukture, kar je povzročilo dvig donosnosti nemških državnih obveznic po celotni krivulji ročnosti – 10-letna donosnost (Bund) se je od začetka leta dvignila z 2,37 % na 2,63 %. Ta trend je vplival tudi na gibanje celotne evrske referenčne krivulje, ki se je premaknila navzgor in postala izraziteje pozitivno nagnjena (strmejša).

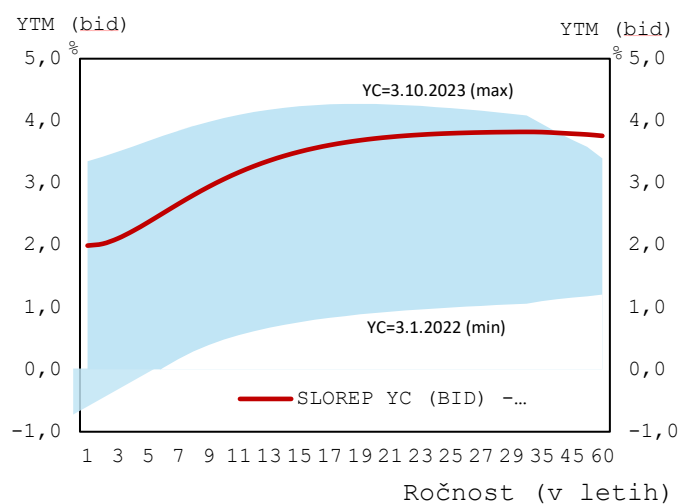
Na tej osnovi se srednje - do dolgoročni strošek dolžniškega financiranja Republike Slovenije ocenjuje med 4 % in 4,5 %, kar je skladno z aktualno strukturo SLOREP krivulje donosnosti in s ponovno pozitivno premijo za ročnost. Ta ocena odraža več ključnih dejavnikov:

- Makroekonomska gibanja nakazujejo zmerno, a pozitivno rast BDP, z inflacijo blizu 2 %, kar podpira nominalne donose nad 3 %.
- Evrske referenčne obrestne zamenjave za 10- do 20-letne ročnosti trenutno nihajo med 2,7 % in 3,0 %, kar pomeni, da realni strošek financiranja držav z ugodnim bonitetnim profilom, kot je Slovenija, znaša le zmerno nad to ravno.
- Kreditni pribitek 10-letne ročnosti Slovenije se je znižal z okrog 70 b.t. na približno 45 b.t., kar potrjuje izboljšano zaupanje vlagateljev in nižjo percepcijo tveganja glede fiskalne stabilnosti in likvidnosti domačega trga.
- Premija za ročnost se je po fazi inverzije normalizirala, kar pomeni, da vlagatelji ponovno zahtevajo višji donos pri daljših ročnostih – skladno z evropskim trendom, kjer se je krivulja donosnosti zaradi povečanih proračunskih izdatkov in višjih investicijskih potreb ponovno izraziteje nagnila navzgor.

V tem okviru strošek financiranja med 4 % in 4,5 % predstavlja ravnotežno oceno za novo zadolževanje Republike Slovenije v evrih na srednji do dolgi rok ob zadostni konservativnosti ocene. Takšna raven donosa je skladna s povprečno zahtevano donosnostjo primerljivih držav evro območja z bonitetnimi ocenami v razponu od A do AA, upošteva pa tudi strukturni dvig evrskih krivulj donosnosti zaradi investicijskega cikla v Nemčiji in povečanih obrambnih ter energetskih izdatkov v celotni EU.

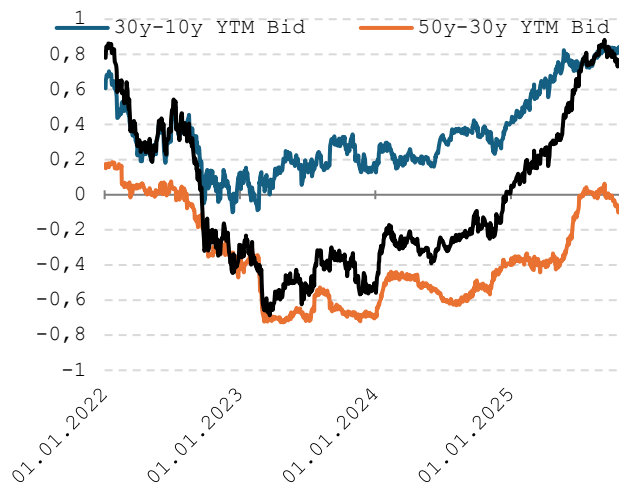
Z vidika strateškega upravljanja javnega dolga ta raven omogoča uravnoteženo kombinacijo stabilnosti financiranja in diverzifikacije investitorske baze, hkrati pa ohranja vzdržnost javnih financ ob zmerni rasti nominalnega BDP. Slika 12 in Slika 13 prikazujeta postopno normalizacijo in strmejšo obliko SLOREP krivulje, ki potrjuje prehod v novo ravnovesje donosa v skladu z razmerami v evrskem območju.

Slika 18: Okvir gibanja SLOREP evrske krivulje donosnosti v obdobju 2022-10/2025



Vir. Ministrstvo za finance, Bloomberg, 31. 10. 2025

Slika 19: Razvoj oblike (naklona) SLOREP evrske krivulje donosnosti v času



Vir. Ministrstvo za finance, Bloomberg, 31. 10. 2025

6 Računovodska obravnava

6.1 Nacionalna metodologija – državni proračun

Z vidika direktorata za proračun je pomembno, kdaj je projekt vključen v Načrt razvojnih programov. Relevanten je Sklep o potrditvi projekta, ki ga podpiše resorni minister (v našem primeru MOPE). Investicijska dokumentacija je v pristojnosti MOPE (jo pa bo v celoti pripravil GEN)

Dokumentacija mora biti pripravljena skladno z Uredbo o enotni metodologiji za pripravo in obravnavo investicijske dokumentacije na področju javnih financ UI.RS 60/06, 54/10, 27/16). Ključen element te dokumentacije je zaprta finančna konstrukcija. Smiselno je, da je projekt vključen v NRP prej ali vsaj takrat, ko se prijavi projekt na EK. Vedeti je potrebno tudi, ali bo projekt izvajal MOPE ali SPV in če bo to SPV, mora biti iz dokumentacije razvidno, kako se bodo posojila refinancirala v času gradnje, ko projekt še ne bo generiral denarnega toka, projektno podjetje pa bo poslovalo negativno. Iz finančnega dela investicijske dokumentacije mora biti razvidno financiranje v času gradnje, ker je to pomembno za proračunsko načrtovanje (A ali B bilanca). To je pomembno tudi zaradi državnih pomoči.

6.1.1 Vključitev v dolg po nacionalni metodologiji (bilanca C)

Po nacionalni metodologiji, ki se uporablja v okviru državnega proračuna, se zadolževanje države načrtuje in evidentira v bilanci C (račun financiranja). V bilanci C se prikažejo vsa nova zadolževanja (na kontih 500 – domače zadolževanje in 501 – zadolževanje v tujini) ter odplačila dolga (konti 550/551), kar neposredno odraža gibanja v višini državnega dolga. Po tej metodologiji se dolg poveča za znesek dejansko realiziranih novih zadolžitvev, zmanjšuje pa se za zneske odplačil glavnice. Poleg tega se v bilanci A načrtujejo in izkazujejo obresti kot tekoči izdatki, kar vpliva na saldo državnega proračuna. Nacionalna metodologija torej omogoča neposreden vpogled v dinamiko zadolževanja in odplačevanja dolga skozi proračunske dokumente.

6.1.2 Vpliv na primanjkljaj

Financiranje izgradnje JEK2 se v državnem proračunu izkazuje v bilanci B (račun finančnih terjatev in naložb). Če država zagotavlja sredstva v obliki posojila, se ta evidentirajo kot izdatki v bilanci B in hkrati kot dolgoročne terjatve države do projektne družbe. Če pa država sredstva zagotovi v obliki kapitalskega vložka, se izkazujejo kot povečanje finančnih naložb države v podjetje v njeni lasti. V obeh primerih transakcije povečujejo primanjkljaj bilance B, kar pomeni, da vplivajo na obseg dovoljenega zadolževanja, določen v letnem ZIPRS, ne pa neposredno na bilanco A državnega proračuna. V bilanci A se proračunsko izkazujejo le obresti od zadolževanja. Pomembno je tališče EUROSTAT glede statistične obravnave delovanja SPV.

6.2 Metodologija ESA 2010

6.2.1 Vključitev v dolg po metodologiji ESA 2010

Po metodologiji ESA 2010 se v bruto dolg sektorja država (S.13) vključujejo vsa zadolževanja države, ne glede na to, ali so pridobljena sredstva posredovana projektni družbi v obliki posojila ali kapitalskega vložka. To pomeni, da se vsakršno povečanje obveznosti države do domačih ali tujih upnikov v celoti odraza v povečanju dolga sektorja države. Hkrati se v izračunu deficita sektorja država po ESA 2010 upoštevajo tudi plačila obresti, medtem ko kapitalski vložki praviloma štejejo kot finančna transakcija brez učinka na saldo B.9, razen v primeru, ko se obravnavajo kot kapitalski transfer. Posledično ima način knjiženja (posojilo ali kapitalski

transfer) pomemben vpliv na izkazovanje salda sektorja države, ne pa na dolg sektorja države, ki se v vsakem primeru poveča za celoten znesek zadolžitve države.

6.2.2 Vpliv na primanjkljaj – model financiranja z vidika vključitve v saldo sektorja države (B.9)

- **Vhodne predpostavke:**

Financiranje projekta JEK2 se izvaja preko bilance državnega proračuna, pri čemer je predvidena ustanovitev projektnega podjetja (SPV), ki prejme sredstva v obliki kapitalskega vložka oziroma posojila države.

- **Relevantne določbe ESA 2010:**

Po določilih poglavja 3.2 ESA 2010 se izvršena plačila državnega proračuna, ki se v praksi običajno označujejo kot kapitalске injekcije, v nacionalnih računih evidentirajo na dva različna načina, in sicer kot:

- *finančna transakcija*: V tem primeru gre praviloma za povečanje lastniškega kapitala podjetja ali za povečanje posojil oziroma vrednostnih papirjev (z izjemo delnic). Takšna transakcija se evidentira v finančnem računu in nima neposrednega vpliva na saldo sektorja države (B.9).
- *nefinančna transakcija*: Če pa kapitalska injekcija predstavlja enostransko plačilo brez povračila, se šteje za kapitalski transfer. V tem primeru gre za javnofinančni izdatek, ki neposredno negativno vpliva na saldo sektorja države (B.9).

- **Obravnavo v nacionalnih računih:**

Po določilih poglavja 3.2.2 ESA 2010 ima kapitalska injekcija, ki je evidentirana kot kapitalski transfer (tj. kot nefinančna transakcija), neposreden vpliv na saldo sektorja država. To pomeni, da se poveča primanjkljaj oziroma zmanjša presežek v okviru izkaza salda sektorja država (B.9).

Na tej podlagi je mogoče zaključiti, da bo vprašanje vključitve zneska, ki ga bo država v obliki on-lendinga prenesla na SPV, v primanjkljaj po ESA 2010 odvisno od podrobnega dogovora z Evropsko komisijo.

7 Zakon o JEK2 – vsebina zakona

7.1 Projekt JEK2 in spremljajoče investicije

Zakon bo opredelil predmet projekta, njegove cilje in okvirne časovnice izvedbe, vključno s spremljajočimi investicijami, ki so neposredno povezane z gradnjo in obratovanjem novega bloka jedrske elektrarne ter življenjsko dobo JEK2.

Nosilec projekta je družba GEN energija, d.o.o., razen če bo v nadaljnjih fazah zakonodajnega postopka odločeno drugače (npr. prenos nalog na novo projektno družbo v večinski lasti države). Med spremljajoče investicije sodijo predvsem daljnovodi, transformatorske postaje in drugi elementi prenosnega omrežja znotraj in izven območja DPN, nov prenosni plinovod, prestavitve komunalne infrastrukture, cestne in mostne povezave med Luko Koper in Krškim ter odlagališča nizko-, srednje- in visoko-radioaktivnih odpadkov (NSRAO, IG, VRAO).

Zakon mora določiti odgovornost za izvedbo spremljajočih investicij, roke in pogoje vključitve v razvojne načrte ter obveznost prioritete obravnave teh investicij kot projektov v javnem interesu.

Zakon mora opredeliti vlogo družbe GEN v projektu, tako glede znanja in tehnične usposobljenosti kot tudi financiranja. Prav tako je treba opredeliti razmerje med SPV, JEK2 in GEN z vidika odgovornosti ter operativnih nalog.

7.2 Ustanovitev družbe za izvedbo projekta

Zakon predvideva možnost ustanovitve posebne projektne družbe za izvedbo JEK2. V začetni fazi mora biti družba v 100-odstotni lasti pravnih oseb v lasti države (GEN energija, HSE, SDH ali druge družbe s sedežem v RS). Določiti bo treba osnovni kapital, deleže družbenikov, način prenosa obstoječih stroškov projekta z GEN energije ter možnost poznejšega vstopa druge države ali državne družbe v lastniško strukturo.

Odločitev o začetku gradnje (FID) sprejme investitor, ob soglasju Vlade RS. Določiti bo treba tudi način komercialnega izkoriščanja JEK2 ter pogoje za morebitne izjeme, kadar sodelujoči vlagatelji pridobijo pravico do dela proizvedene električne energije.

7.3 Financiranje projekta

Zakon mora določiti načela, vire in strukturo financiranja projekta JEK2, pri čemer se kot osnovni okvir predvideva Model 1a – On-lending z možnostjo selektivnega direktnega financiranja projektne družbe (SPV). Zakon mora:

- določiti razmerje med kapitalom in dolgom, način financiranja posameznih faz projekta ter postopke potrjevanja finančne konstrukcije,
- določiti pravni okvir za državna posojila SPV, ki vsebuje vsaj skupni znesek posojil, najdaljša ročnost posojil, način odplačila posojila (obročno ali v enkratnem znesku) ter druge elemente posojil,
- omogočiti vključitev domačih gospodarskih družb in državljanov kot vlagateljev v okviru zelenih obveznic, energetskih skladov ali drugih tržnih instrumentov,

- zagotoviti pravno podlago za državno poročstvo, kadar projekt financira država ali kadar so sredstva pridobljena prek mednarodnih finančnih institucij (EIB, EBRD ipd.),
- urediti postopek izbire in potrditve finančnega modela ter
- opredeliti pravila glede delitve tveganj in kritja povišanih stroškov, ki izhajajo iz zamud ali sprememb v investicijskih predpostavkah.

Vsi elementi državne podpore in poroštev morajo biti skladni s pravili Evropske unije o državnih pomočeh, pri čemer se v fazi FID (Final Investment Decision) vzpostavi jasen nadzorni mehanizem za spremljanje in poročanje o skladnosti.

7.4 Posebna pravila o načrtovanju in gradnji

Zakon mora prilagoditi določbe o delovanju projektne skupine, optimizirati postopke umeščanja v prostor in omogočiti hitrejše spremembe državnih prostorskih načrtov za povezane projekte. Vsi projekti, povezani z JEK2, se določijo kot projekti v javnem interesu.

Določiti bo treba posebne izjeme od pravil glede razlastitev, prenosa zemljišč, nadomeščanja kmetijskih zemljišč ter postopkov javnega naročanja pri nabavi tehnološkega dela elektrarne. Postopki morajo biti skladni s pravili EU, hkrati pa omogočati časovno optimizacijo in zmanjšanje tveganj zaradi pritožb.

7.5 Nadzor in upravljanje projekta

Zakon mora jasno določiti nadzorne mehanizme v vseh fazah projekta JEK2, od priprave do izvedbe in obratovanja. Ti morajo vključevati pooblastila in ustrezno financiranje neodvisnih pooblaščenih izvedencev za nadzor. Zakon bi moral določiti tudi vzpostavitev strokovno-posvetovalnega telesa Vlade Republike Slovenije in civilno-strokovnega nadzornega sveta, ki bosta spremljala izvajanje projekta, ocenjevala napredek ter svetovala pri ključnih odločitvah v zvezi z izvedbo in upravljanjem projekta JEK2. Poleg institucionalnih oblik nadzora mora zakon zagotoviti pravno podlago za ugotavljanje in preprečevanje tveganj, povezanih z izvedbo in dolgoročno vzdržnostjo projekta. V ta namen je treba jasno opredeliti naloge, pristojnosti in odgovornosti obstoječih ali po potrebi novih državnih organov, ki bodo zagotavljali neodvisen in strokoven nadzor nad izvajanjem projekta, s poudarkom na finančni vzdržnosti, obvladovanju tveganj in skladnosti z zakonodajo. Pri tem je treba zagotoviti, da so pravice, dolžnosti in obveznosti, povezane z izvajanjem nadzora, urejene v zakonu brez potrebe po sprejemu ali spremembi drugih posamičnih zakonov ali da bi se vsebine, ki posegajo v pravni položaj deležnikov, urejale zgolj s podzakonskimi akti.

Zakon mora zagotoviti pravno ureditev, ki bo omogočila celovito in pregledno upravljanje projekta JEK2, z jasno razmejitvijo pristojnosti ter učinkovitim nadzorom nad tehničnimi, finančnimi in organizacijskimi tveganji. Namen je zagotoviti, da bo projekt v vseh fazah izveden v skladu z načeli varnosti, zakonitosti, gospodarnosti in javne odgovornosti.

7.6 Mednarodno sodelovanje

Zakon mora opredeliti pogoje za sklenitev mednarodnih sporazumov z državami, ki bi sodelovale pri projektu kot soinvestitorji, ter z državami, v katerih imajo sedež ključni dobavitelji tehnologije ali opreme. Takšni sporazumi morajo biti skladni z mednarodnimi obveznostmi Republike Slovenije in pravnim redom EU.

7.7 Dodatne zakonske in povezane vsebine

Projektni zakon o JEK2 ne sme posegati v področje jedrske in sevalne varnosti, temveč se v tem delu sklicuje na obstoječe predpise (ZVISJV). Določiti mora tudi osnovne usmeritve za vzpostavitev sklada za razgradnjo JEK2 in ravnanje z radioaktivnimi odpadki, ki bo vzpostavljen pred pridobitvijo gradbenega dovoljenja.

Poleg tega se v ločenih postopkih predvidi:

- sprejem posameznih zakonov o poroštvu,
- priprava Zakona o razvojnih potrebah regije Posavje, ki bo sledil umeščanju projekta v prostor in določil razvojne ukrepe ter finančne vire za regijo.

8 Zaključek

Projekt izgradnje drugega bloka Jedrske elektrarne Krško (JEK2) je eden najpomembnejših infrastrukturnih, gospodarskih in energetskih projektov v zgodovini Republike Slovenije. Njegova izvedba presega zgolj okvir energetskega sektorja, saj je neposredno povezana z vprašanji energetske varnosti, dolgoročne konkurenčnosti gospodarstva, izpolnjevanja podnebnih ciljev in trajnostne preobrazbe celotnega elektroenergetskega sistema. V tem kontekstu poročilo obravnava ključne vidike poslovnega in finančnega modela ter opredeljuje priporočila za uspešno izvedbo projekta. Slovenija je glede na svoj gospodarski in fiskalni položaj, dostop do kapitalskih trgov ter sistem upravljanja z dolgom sposobna sama financirati in izvesti tak projekt.

Analiza izvedbenih možnosti jasno kaže, da je izključno zasebni model (brez državnih jamstev in poroštev) za projekt JEK2 nevzdržen. Takšen pristop bi zahteval bistveno višje donose vlagateljev, povečal stroške kapitala ter ogrozil finančno izvedljivost in konkurenčnost proizvedene električne energije. Povsem državni model sicer prinaša stabilnost in nizke stroške financiranja, a v celoti prevali breme na javne finance in ne omogoča postopnega vključevanja širše baze vlagateljev. V tem okviru se kot najbolj uravnotežena rešitev izkazuje Model 1a, ki temelji na zadolževanju države z naknadnim on-lendingom projektni družbi (SPV), ob hkratni možnosti selektivnega in stroškovno primerljivega neposrednega zadolževanja SPV.

Prednost takšnega hibridnega modela je v tem, da združuje stabilnost in kredibilnost državnega financiranja s postopnim razvojem samostojne kreditne zgodovine projektne družbe. V začetni, najobčutljivejši fazi gradnje se financiranje izvaja pretežno prek države, kar zagotavlja najnižje možne stroške dolga. V poznejših fazah se lahko projektna družba postopno vključuje na kapitalske trge, s čimer se odpira prostor za diverzifikacijo investitorske baze, zlasti infrastrukturnih skladov, dolgoročnih institucionalnih vlagateljev in ESG usmerjenih finančnih institucij. Tak pristop ne le zmanjšuje pritisk na javne finance, temveč krepi tudi odpornost projekta v obdobju obratovanja in krepi tržno disciplino z vidika upravljanja projektne družbe.

Pomemben vidik je skladnost z evropsko regulativo o državnih pomočeh. Kot je bilo izpostavljeno, bo izgradnja JEK2 v vsakem primeru obravnavana kot državna pomoč, zato bo potrebno pravočasno začeti postopke pred Evropsko komisijo. Ključno bo zagotoviti jasno in konsistentno dokumentacijo, ki bo dokazovala nujnost državne intervencije, sorazmernost pomoči in optimalnost izbranega modela glede na cilje varnosti oskrbe, razogljičenja in konkurenčnosti elektroenergetskega sistema. Posebno pomembna bo faza pred notifikacije, kjer se uskladi večina ključnih vsebin in kjer je priporočljivo, da se že obravnavajo osnutki pravnih aktov.

Računovodska obravnava po ESA 2010 bo imela neposreden vpliv na evidentiranje dolga in salda sektorja države. Sredstva, ki jih bo država v obliki on-lendinga prenesla na SPV, se lahko obravnavajo bodisi kot finančna transakcija (brez vpliva na B.9), bodisi kot kapitalski transfer (z vplivom na poslabšanje salda). Končna odločitev bo odvisna od razlage in dogovora z Evropsko komisijo, zato bo treba v tej fazi nameniti posebno pozornost metodološki uskladitvi in pripravi ustreznih argumentov. Za Slovenijo je bistveno, da se že vnaprej opredeli možne scenarije obravnave in pripravi na njihov vpliv na javnofinančne kazalnike.

Projekt JEK2 odpira tudi priložnost za uporabo trajnostnih finančnih instrumentov. Tako država kot SPV imata možnost izdajati obveznice, usklajene z evropsko taksonomijo, kar povečuje zanimanje ESG vlagateljev in krepi podobo Slovenije kot odgovorne in trajnostno usmerjene države. Hkrati je zaradi velikosti projekta ključno zagotoviti široko investitorsko zaledje, ki bo omogočilo stabilno povpraševanje po izdanih instrumentih in zmanjšala tveganje koncentracije.

Kljub izpostavljenim tveganjem – med drugim koordinaciji dvojne discipline pri upravljanju državnega dolga in tržnega financiranja SPV, zahtevam glede regulativne skladnosti ter tveganjem refinanciranja v poznejših fazah – ostaja Model 1a najbolj uravnotežena in izvedljiva pot. Združuje fiskalno odgovornost države s postopnim odpiranjem vrat alternativnim virom financiranja in omogoča fleksibilnost pri dolgoročnem vodenju projekta.

Zaključna priporočila

- Potrditev Modela 1a kot osnovnega modela financiranja JEK2, z jasnim poudarkom na zadolževanju državnega proračuna in on-lendingu SPV ter možnostjo selektivnega vključevanja SPV v neposredno zadolževanje pod strogo določenimi pogoji.
- Pravočasna priprava dokumentacije za Evropsko komisijo, vključno z investicijsko in finančno konstrukcijo, prikazom sorazmernosti državne intervencije ter osnutki potrebnih zakonodajnih sprememb.
- Celovita analiza računovodske obravnave po ESA 2010, s pripravo različnih scenarijev vpliva na javnofinančne kazalnike ter aktivnim usklajevanjem z Eurostatom in Evropsko komisijo.
- Načrtovanje trajnostne strategije financiranja, ki vključuje izdajo zelenih in ESG obveznic ter fazno diverzifikacijo investitorske baze.
- Vzpostavitev močnega koordinacijskega mehanizma, ki bo zagotavljal usklajeno upravljanje med Ministrstvom za finance, projektno družbo in ostalimi resornimi organi ter institucijami.

S tem poročilom se priporoča, da je Model 1a najbolj primerna in vzdržna pot za izvedbo projekta JEK2. Združuje varnost državnega financiranja z možnostjo postopnega vključevanja širše investitorske baze, hkrati pa zagotavlja skladnost z evropskimi pravili in dolgoročno vzdržnost javnih financ. JEK2 bo s tem dobil trdne temelje za izvedbo in dolgoročno uspešno obratovanje, kar bo imelo pozitiven vpliv na energetska varnost, konkurenčnost gospodarstva in trajnostni razvoj Slovenije.

9 Reference

- [1] Odlok o strategiji upravljanja naložb države (OdSUND), julij 2024, (Uradni list RS, št. 25/14 in 140/22). Dostopno: <https://pisrs.si/pregledPredpisa?id=ODLO2800>
- [2] URSJV, Zakon o varstvu pred ionizirajočimi sevanji in jedrski varnosti (ZVISJV-1), januar 2018, (Uradni list RS, št. 76/17, 26/19, 172/21 in 18/23). Dostopno: <https://pisrs.si/pregledPredpisa?id=ZAKO7385>
- [3] Roadmap to Operational Readiness, New Unit Assistance Working Group, Revision 1, WANO, 2022
- [4] Preparation of a Feasibility Study for New Nuclear Power Projects, IAEA, 2014
- [5] https://ec.europa.eu/competition/state_aid/cases1/202511/SA_58207_572.pdf (15.7.2025)
- [6] <https://eur-lex.europa.eu/eli/C/2025/1389/oj/eng> (15.7.2025)
- [7] <https://www.regeringen.se/contentassets/fbe4a6b02aec4f6bb025ecf27e439687/chapter-9-swedish-model-for-financing-and-risk-sharing.pdf> (16.7.2025)
- [8] <https://eur-lex.europa.eu/eli/dec/2017/2112/oj/eng> (17.7.2025)
- [9] Profundo, Financing new nuclear, 2024
- [10] Srednjeročni fiskalno-strukturni načrt RS 2025-2028, Oktober 2024
- [11] Poročilo o upravljanju z javnim dolgom Republike Slovenije, 2024
- [12] Srednjeročna strategija upravljanja javnega dolga za obdobje 2023-2025, December 2022

A Metodološke predpostavke

A.1 Model financiranja JEK2 z vidika vključitve v dolg sektorja države

Vhodne predpostavke:

- Dolžniško financiranje JEK2 v višini cca. 15 milijard EUR nominalno.
- Ustanovitev projektnega podjetja (SPV), ki bi s poroštvom RS (jamstvom države) izdala dolg v obliki obveznic in posojil
- Ali je z vidika vključevanja v EDP dolg lahko olajševalna okoliščina, če je (zasebni) kapital 10%, 30% ipd.

Metodološke predpostavke:

A.1.1 Definicija SPV po MGDD2 in ESA20103:

SPV (ang. Special Purpose Vehicle/Entities) ali namenska družba, je pravna oseba, ustanovljena z ozko določenim namenom, pogosto za upravljanje določenega projekta, finančne transakcije ali posebnega premoženja. Gre za ločeno entiteto, ki ima svoje pravne in računovodske evidence, a je lahko v lasti ali pod nadzorom države ali druge institucije. SPV je pogosto povezan z infrastrukturnimi investicijami, upravljanjem sredstev, izdajo dolžniških instrumentov. Pogosto se oblikujejo z namenom ločevanja finančnih transakcij, optimizacije projektnega financiranja ali izvajanja kompleksnih javno-zasebnih partnerstev. SPV dejavnosti so pogosto natančno opredeljene z zakonodajo in pogodbami. SPV lahko ne opravlja običajne tržne dejavnosti in se financira z državnimi sredstvi, uporabninami ali dolgom.

Država lahko ustanovi enote s posebnim namenom, podobne lastnim (ang. captive) finančnim institucijam ali umetnim podružnicam. Te enote nimajo avtonomije, njihov obseg transakcij je omejen, prav tako pa ne nosijo tveganj ali koristi, povezanih z njihovimi sredstvi in obveznostmi. Če so rezidenti, se obravnavajo kot del sektorja država; če niso rezidenti, se obravnavajo kot ločene enote. Transakcije, ki jih izvajajo v tujini, se odražajo kot transakcije z državo — na primer, tuje zadolževanje se evidentira kot posojilo državi pod enakimi pogoji (ESA 2.27).

V praksi ima veliko namensko ustanovljenih subjektov (SPV) ali namenskih pravnih oseb (SPE) pravice, obveznosti in dejavnosti večinoma vnaprej določene in omejene bodisi s pogodbenimi bodisi z zakonskimi določbami in kot taki niso institucionalne enote⁴.

Pri presoji vključitve SPV v sektor država Eurostat skupaj s SURS presoja glede na nadzor (kdo dejansko upravlja SPV), tveganje (kdo nosi finančna in operativna tveganja), vir prihodkov (tržna/netržna proizvodnja), jamstva države (so prisotna ali ne). Bistveno je načelo vsebinske presoje nad pravno obliko. V zvezi s tem lahko SURS zaprosi Eurostat za metodološko ex-ante svetovanje, ki je potem javno objavljeno na spletni strani Eurostata⁵.

² 1.6.2. Special purpose entities (SPE) glej MDDD (2022). str. 60-61

³ ESA 2010, 2.27-2.29

⁴ ESA 2010, 2.27-2.29

⁵ Glej [Advice to EU countries - Government finance statistics and EDP statistics - Eurostat](#)

A.1.2 Sektorizacija projektnega podjetja SPV

Če želi država zagotoviti, da SPV ne bo vključen v sektor država in njegov dolg ne bo vključen v Maastricht dolg (v nadaljevanju EDP dolg), mora SPV izpolnjevati stroga merila, določena v Priročniku o primanjkljaju in dolgu države (MGDD), usklajenim z ESA 2010.

Tabela 1: Pogoji, da je SPV izven sektorja država

Merilo	Pogoj za izključitev SPV iz sektorja država
Tržna proizvodnja	Vsaj 50% stroškov SPV pokrije s tržno pridobljenimi sredstvi.
Nadzor države	Država ne sme nadzorovati SPV-ja. <i>Ali država imenuje upravo, določa politiko, skratka ima odločilni vpliv? Ali subjekt posluje neodvisno od države (npr. brez njenih navodil in nadzora)?</i>
Ekonomsko tveganje in koristi	Tveganje mora nositi SPV, ne država. <i>Kdo nosi tveganje za izgube, obresti, gradnjo, razpoložljivost?</i>
Financiranje	SPV za odplačilo dolga ne sme prejemati proračunskih sredstev. <i>Ali SPV ustvarja prihodke iz prodaje po tržnih cenah?</i>
Jamstva	SPV nima državnih jamstev, niti implicitnih. Implicitna jamstva izhajajo iz vloge države kot lastnice ali nadzornice, saj se pričakuje njeno posredovanje ob težavah. <i>Ali obstajajo državna poročila, jamstva, financiranje iz proračuna?</i>
Javno-zasebna partnerstva ⁶	Tveganje ne sme biti pri državi.
Zgodovina prevzema dolga	Država ne sme imeti zgodovine reševanja SPV

Vir: MGDD (2022)

1. Institucionalna razvrstitev zunaj sektorja država (S.13)

Da se SPV lahko razvrsti izven sektorja S.13, mora biti uvrščen v sektor nefinančnih ali finančnih družb (npr. S.11 ali S.12), kar pomeni, da:

- *Je SPV tržni proizvajalec, tj. vsaj 50% svojih stroškov pokrije s prodajo po ekonomskih cenah*
- *SPV ni pod nadzorom države, kot to opredeljujeta ESA 2010 in MGDD.*

2. Brez nadzora države (test nadzora - 1.2⁷)

Tudi če je SPV pravno ločen od sektorja država, se bo štel za del tega sektorja, če ga država dejansko nadzira. Da to preprečimo:

- *Država ne sme imenovati večine vodstva ali sprejemati ključnih odločitev.*
- *Avtonomija odločanja SPV, tj. država ne sme določati poslovne politike, proračuna ali delovanja SPV, SPV mora delovati neodvisno in ne sme biti zgolj orodje za izvajanje državne politike.*

3. Gospodarsko tveganje in koristi ne smejo biti v sektorju država

- *Država ne sme nositi gospodarskih tveganj, povezanih z dejavnostmi SPV. Pogoji:*
 - *SPV mora nositi finančna in operativna tveganja.*
 - *Država ne sme jamčiti za dolgove SPV ali pokrivati morebitnih izgub.*
 - *Ne sme biti skritih jamstev, ali avtomatskega prenosa sredstev ali obveznosti na sektor država.*

⁶ Javno-zasebna partnerstva (PPP angl. *private-public partnership*) so dolgoročne pogodbe, pri katerih ena stran (pogosto zasebna) zgradi in upravlja sredstvo, nato pa ga prenese na drugo stran (pogosto državo). Namen teh ureditev je povečati učinkovitost, razširiti možnosti financiranja in zmanjšati javni dolg. Med trajanjem pogodbe ima zasebni partner pravno lastništvo; po njenem izteku pa država prevzame popolno lastništvo (ESA 2010 20.267-20.282). Glej tudi [A Guide to the Statistical Treatment of PPPs](#).

⁷ Eurostat, [MGDD – 2022 Edition](#), 1.2. Criteria for classifying units to the general government sector, str. 11

4. Izvenproračunsko financiranje

- Dolg mora SPV odplačevati iz lastnih prihodkov, ne s proračunskimi sredstvi.
- Brez ponovnih nakupov ali prenosov sredstev, ki tveganje prenašajo na državo.
- SPV ne sme služiti kot instrument za prikrivanje dolga ali primanjkljaja.

5. Skladnost z javno-zasebnimi partnerstvi (PPP) (MGDD, 6. poglavje)

- V primeru, da SPV deluje v PPP projektu:
 - Sredstva morajo ostati zunaj bilance države, običajno tako, da zasebni partner nosi tveganje gradnje in razpoložljivosti.
 - Če tveganje ostaja pri državi, bo projekt uvrščen v sektor država, dolg pa vključen v EDP dolg.

6. Brez državnih jamstev ali pričakovanj reševanja

- Obveznosti SPV morajo biti jasno ločene od državnih.
- Vsako jamstvo države, bodisi izrecno ali implicitno, lahko sproži prerazvrstitev v sektor država.
- Če s strani države obstaja zgodovina prevzemanja dolgov SPV, je tveganje za prerazvrstitev v S.13 večje.

7. Pregledno poročanje in računovodstvo

- SPV mora imeti jasno razkrita upravljavska razmerja, vire tveganja in prihodkov. Eurostat lahko zahteva dodatna pojasnila ali spremeni klasifikacijo, če presodi, da je tako ustrezno.

Udeležba zasebnega kapitala in vpliv na dolg sektorja država

Pravna lastnina (npr. zasebni vlagatelj ima 10% ali 30% kapitala) ni dovolj, če država še vedno nadzira subjekt in nosi njegova tveganja. Zasebno lastništvo samo po sebi še ne pomeni, da država nima nadzora nad subjektom. Tudi če ima država manjšinski delež, lahko še vedno obvladuje subjekt. **ESA 2010 in MGDD temeljita na načelu vsebinske presoje** (ang. *substance over form*). **Ključni so torej dejanski nadzor, finančna odvisnost in kdo nosi ekonomska (finančna) tveganja.**

Kdaj je zasebni kapital lahko olajševalna okoliščina:

- V primeru javno-zasebnih partnerstev:** Če zasebni partner aktivno sodeluje in nosi gradbena in razpoložljivostna tveganja, je večja verjetnost, da sredstva in obveznosti ostanejo izven sektorja država. Pri tem ne gre toliko za višino kapitalskega deleža ampak za dejanski prenos tveganja in upravljanja na zasebnika, ki je izven S.13.
- Če zasebnik nosi vsaj del gospodarskega tveganja:** če zasebni vlagatelj nosi morebitne izgube, ne dobi zajamčenega donosa, ali ni zaščiten z državnimi jamstvi, to lahko zmanjša verjetnost razvrstitve v sektor država.

A.1.3 Jamstvo države

V kolikor država izda garancijo v višini 100 % zadolžitve, se to šteje za državno pomoč (mejo predstavlja 80 % raven). Po pandemiji COVID-19 se je pomen državnih jamstev povečal zaradi širjenja in uvajanja shem ter večje uporabe standardiziranih jamstev. Ta se praviloma evidentirajo kot dolg dolžnika, medtem ko so za državo pogojna obveznost, ki se v bilancah ESA ne izkazuje. V javnih financah se prikažejo šele ob unovčitvi, informacije pa morajo biti javno dostopne; parlament določa letno mejo jamstev. **Če je že ob izdaji dolga jasno, da ga bo poplačala država, se to po ESA 2010 takoj upošteva.** Po pravilu treh uveljavitev se dolg šteje za samodejno prevzetega s strani države, običajno v celoti. Če država jamči za več instrumentov enega izdajatelja, se vse obveznosti obravnavajo skupaj. **Če se država zadolži z namenom posojanja podjetju, ki ji je dolžno vrniti glavnico in obresti, se dolg evidentira kot državni, pri podjetju pa kot posojilo.** To se obravnava po pravilih o kapitalskih vložkih, kar lahko vpliva na primanjkljaj sektorja država, odvisno od izida testa

kapitalskega vložka. Država lahko jamči za zadolževanje subjekta, ki nato po navodilih države financira podjetja, vključena v infrastrukturne ali druge projekte javnega sektorja. Če je subjekt priznan kot ločena institucionalna enota (glej ESA 2010, odstavek 2.12), je treba zadolževanje preusmeriti tako, da država izkazuje zadolževanje od te enote in posojanje tej enoti. **Pogosteje pa subjekt ni priznan kot institucionalna enota (npr. če deluje zgolj kot »posredniška« enota), zato se zadolževanje po ESA 2010 evidentira kot neposredno zadolževanje države in posojanje za infrastrukturne ali druge javne projekte.**

Kontrolni seznam za analizo sektorizacije enote SPV

Vprašanje	DA	NE	Dodatne informacije
1. Ali SPV pokrije vsaj 50% stroškov s tržnimi prihodki (market/non-market test)?			
2. Ali SPV ni pod nadzorom države (uprava, politika, poslovanje)?			
3. Ali država ne jamči za dolgove SPV (tudi ne implicitno)?			
4. Ali država ne krije izgub SPV in nima obveznosti prevzema sredstev (JEK2)?			
5. Ali SPV nosi tveganja projekta (finančna in operativna)?			
6. Če gre za PPP – ali tveganje gradnje in razpoložljivosti JEK2 nosi zasebni sektor?			
7. Ali SPV ni bil v preteklosti saniran s strani države?			
8. Ali je SPV v celoti transparenten glede financiranja, upravljanja in namenov?			

V primeru, da je pri vseh odgovorih »DA«, obstaja verjetnost, da bo SPV lahko ostal zunaj sektorja država.
Spodaj odločitveno drevo:

SPV ustvarjen?

└ Da →

Ali ustvarja tržne prihodke $\geq 50\%$ za kritje stroškov?

└ Ne → SPV v sektorju država (o.p. SPV je netržni proizvajalec)

└ Da → SPV izven sektorja država

Ali država nadzoruje SPV (npr. prek uprave, politike, odločitev)?

└ Da → SPV v sektorju država

└ Ne → SPV izven sektorja država

Ali država jamči za dolgove / krije izgube SPV?

└ Da → SPV v sektorju država

└ Ne → SPV izven sektorja država

Ali SPV nosi večino tveganj (finančnih, gradbenih)?

└ Ne → SPV v sektorju država

└ Da → SPV izven sektorja država

A.2 Primer 2TDK d.o.o. – vključen v sektor država z vplivom na EDP dolg

Osnovne informacije: Družba 2TDK, d.o.o., je **projektno podjetje** za izgradnjo drugega tira železniške proge na odseku Divača-Koper s sedežem v Ljubljani v **100-odstotni lasti države**. Ustanovila jo je Vlada Republike Slovenije marca 2016, za izgradnjo in gospodarjenje u drugim tirom. **Zakon** o izgradnji, upravljanju in gospodarjenju z drugim tirom železniške proge Divača-Koper je stopil v veljavo julija 2018⁸. 2TDK **sodi med strateške naložbe RS**⁹.

Model financiranja infrastrukturnih projektov prek projektnega podjetja je novost v Sloveniji, a uveljavljena praksa v EU (npr. v Avstriji, Nemčiji, na Danskem). Omogoča razbremenitev proračuna in pridobivanje evropskih sredstev (do 30 %). Predstavlja pomemben razvojni korak pri financiranju železniške infrastrukture, primerljiv z ustanovitvijo Darsa za avtoceste. Zakon o drugem tiru je omogočil pospešeno modernizacijo železniškega omrežja.

Poleg začetnih investicijskih stroškov v višini 1.109 mio EUR v tekočih cenah bo moral 2TDK zagotoviti financiranje drugih stroškov, ki bodo nastali v obdobju gradnje. Ti so sestavljeni iz operativnih stroškov 2TDK in stroškov obresti, nadomestil in drugih potreb. Celoten znesek financiranja v tekočih cenah brez DDV tako znaša 1.172 mio EUR.

- **Tržnost:** trenutno ne ustvarja tržnih prihodkov, saj projekt še ni zaključen. MGDD pravi, da subjekt brez tržnih prihodkov med fazo gradnje ni tržni proizvajalec. → vključen v sektor država
- **Nadzor države:** Je v 100% lasti države (Republike Slovenije). Država določa ključne poslovne odločitve. → je pod državnim nadzorom
- **Tveganje in financiranje**¹⁰: Projekt se financira z nacionalno udeležbo, EU sredstvi in drugimi sredstvi¹¹, velik del financiranja je vezan na državna poročstva¹², in iz prihodnjih uporabnin, tj. ko bo proga začela delovati bo to vir prihodkov¹³. Vir prihodkov družbe bo predvsem plačilo za dosegljivost, ki ga plačuje država podjetju za storitev zagotavljanja razpoložljivosti infrastrukture drugega tira. V tem delu obstaja za državni proračun tveganje povpraševanja, saj mora v primeru, da za kritje tega plačila ne zadoščajo primarni viri, tj. prilivi iz pribitka k cestnini in takse na pretovor, razliko poravnati državni proračun. Če se projekt ne izvede uspešno, obstaja visoko tveganje za proračun, saj država jamči za dolgove, s tem se tveganje po MGDD prenese na državo. → država nosi ekonomsko tveganje
- **Javno-zasebno partnerstvo (PPP):** 2TDK ni PPP, temveč javni infrastrukturni projekt, ki ga izvaja javno projektno podjetje (koncesionar) → vključen v sektor država

⁸ [Pomembni dokumenti 2TDK](#), 22.5.2025

⁹ [Državni zbor sprejel novo strategijo upravljanja državnih naložb | GOV.SI](#), 22.5.2025

¹⁰ [Vrednost investicije in viri financiranja · 2TDK](#), 22.5.2025:

¹¹ Dodatna sredstva se pričakuje v obliki posojil mednarodnih finančnih institucij (MFI, EIB), posojil komercialnih bank ter povečana uporabnina, ki se pobira od 1.1.2020 dalje. (www.drugitir.si).

¹² 18. decembra 2019 je Državni zbor RS sprejel poročstveni zakon, ki ureja podelitev državnega poročstva družbi 2TDK za financiranje projekta izgradnje drugega tira Divača-Koper do skupne višine 417 milijonov evrov. Država s poročstvom jamči, da bo v primeru, če družba 2TDK ne bi zmogla kriti svojih finančnih obveznosti, izposojena sredstva upnikom v njenem imenu vrnila država.

¹³ V obdobju obratovanja bo 2TDK svoje aktivnosti pokrival z uporabnino drugega tira, povečano uporabnino in plačilom za dosegljivost. Slednje predstavlja plačilo Republike Slovenije družbi 2TDK v celotni fazi obratovanja za storitev zagotavljanja dosegljivosti drugega tira za nemoteno izvajanje železniških prevozov, v skladu s principom »brez dosegljivosti, brez plačila« (ang. »no service, no payment«) in v skladu s koncesijsko pogodbo. To plačilo naj bi znašalo med 31 in 41 mio EUR na leto in bo financirano iz takse na pretovor v koprskem tovornem pristanišču (»Taksa na pretovor«) in pribitka k cestnini za težka tovorna vozila na določenih delih slovenskega avtocestnega omrežja (»Pribitek k cestnini«) (www.drugitir.si).

A.3 Evidentiranje po nacionalni metodologiji

Predlog financiranja z zadolževanjem države zajema postopke zadolžitve državnega proračuna, z namenom zagotovitve sredstev v obliki **posojila ali kapitalskega deleža podjetju v lasti države**. Obe možnosti se proračunsko izkažeta preko **bilance B**.

Z vidika financiranja je potrebno izhajati iz vprašanja lastništva infrastrukture (objekt JEK2). Če bi bila investicija izvedena po vzoru projekta **2TDK**, bi država ustanovila novo družbo v svoji lasti, kar bi se v bilanci B izkazalo kot povečanje kapitalskih deležev. Ta družba bi nato nastopala kot investitor in izvajala investicijo v svojem imenu in za svoj račun, medtem ko bi država v svojih poslovnih knjigah izkazovala lastništvo te družbe. Pogoji pri tem je, da je država edini družbenik družbe in da ta ne ustanavlja drugih pravnih oseb ali pridobiva deležev v njih.

A.3.1 Pravna podlaga

V skladu z **Zakonom o javnih financah (ZJF)** se lahko država v posameznem proračunskem letu zadolži za:

- financiranje primanjkljaja bilance prihodkov in odhodkov (bilanca A),
- financiranje primanjkljaja računa finančnih terjatev in naložb (bilanca B),
- odplačilo glavnice dolga, ki zapadejo v tekočem letu (bilanca C).

Poleg tega se država lahko zadolži tudi za predfinanciranje glavnice dolga, ki zapadejo v prihodnjih dveh proračunskih letih. Obseg dovoljenega zadolževanja se določi z vsakoletnim **Zakonom o izvrševanju proračuna (ZIPRS)**.

Če bo investicija izvedena preko posojila podjetju v državni lasti, bodo ti izdatki načrtovani v bilanci B proračuna, v zneskih potrebnih za posamezno leto. Odhodki bodo povečali primanjkljaj bilance B in posledično vplivali na obseg dovoljenega zadolževanja v ZIPRS. Enako velja za povečanje kapitalskega deleža, ki se prav tako izkazuje kot izdatek v bilanci B.

Deficit bilance B sicer ne vpliva na deficit državnega proračuna (bilanca A), se pa izkazuje v proračunskih dokumentih in vpliva na kvoto dovoljenega financiranja v ZIPRS. Obresti in stroški zadolževanja pa vplivajo na skupni deficit, pri čemer je potrebno vpliv na deficit po **ESA 2010** posebej preveriti.

A.3.2 Evidentiranje

- **Načrtovanje zadolževanja:** letno v ZIPRS; evidentira se v računu financiranja na kontih 500 (domače zadolževanje) ali 501 (zadolževanje v tujini). V bilanci stanja kot dolgoročna finančna obveznost (skupina 96).
- **Obveznosti proračuna:** vračilo glavnice (konti 550/551), plačilo obresti (konti 403/404), stroški zadolževanja (konto 402, proračunska postavka 1638).
- **Zagotavljanje sredstev podjetju:**
 - posojilo – konto 440, dolgoročne terjatve (skupina 07),
 - kapitalska naložba – konto 441, dolgoročna finančna naložba (skupina 06).
- **Vračila podjetja državi:**
 - glavnica – bilanca B, konto 750,
 - obresti – bilanca A, konto 7102.

Če bi bil model izveden preko kapitalske naložbe, vračila posojila ne bi bilo, premoženje družbe pa bi v primeru ukinitve prešlo na državo.

A.3.3. Odprta vprašanja

- Kje bo podjetje zagotovilo sredstva za vračilo posojil in obresti pred zaključkom investicije?
- Preveritev vpliva na deficit in dolg po **ESA 2010** ter možnosti uveljavljanja izjem.
- Preveritev vidika državnih pomoči.
- Možnost vključitve drugih sofinancerjev oziroma dodatnih virov financiranja ter posledice za lastništvo infrastrukture.

B Primerjalna ekonomska analiza različnih modelov financiranja¹⁴

V okviru priprave modela financiranja projekta JEK2 je bila izvedena **primerjalna ekonomska analiza** različnih možnih pristopov k zagotavljanju finančnih virov za izvedbo investicije. Analiza je temeljila na **referenčnem modelu GEN2024**, pripravljenem v okviru preliminarne predinvesticijske ekonomske analize projekta, ter na več **alternativnih modelih financiranja**, ki odražajo različne kombinacije **lastniškega in dolžniškega kapitala**, pogojev zadolževanja ter obravnave **obresti v času gradnje**. Namen analize je bil opredeliti vpliv posamezne finančne strukture na celotno ekonomiko projekta, njegovo **dolgoročno vzdržnost** ter posledično na **strošek proizvedene električne energije**.

Referenčni model GEN2024 predvideva kombinirano strukturo financiranja, pri kateri bi bilo **25 % sredstev zagotovljenih v obliki lastniškega kapitala**, preostalih **75 % pa v obliki dolžniških virov** (posojila in obveznice). **Nominalna obrestna mera** za dolžniški kapital se giblje med **3,1 % in 4,65 %**, medtem ko **zahtevani donos na lastniški kapital znaša 6 % nominalno**. Takšna struktura predstavlja **uravnotežen pristop** med varnostjo financiranja in stroškovno učinkovitostjo, saj omogoča zadostno stopnjo finančne neodvisnosti ob razmeroma ugodnih pogojih zadolževanja. Model je primeren v razmerah, ko je dostop do ugodnih virov stabilen, država pa ohranja **nadzor nad projektom prek lastništva v družbi GEN**.

V primerjalne namene so bili obravnavani **trije alternativni modeli** (A, B in C) ter **model zasebnega financiranja (D)**, ki se od referenčnega razlikujejo predvsem po deležu lastniškega kapitala, načinu financiranja obresti v času gradnje in zahtevani donosnosti.

Model A temelji na **100 % dolžniškem financiranju**, pri čemer se vse **obresti v času gradnje kapitalizirajo** in vključijo v vrednost osnovnih sredstev ob zagonu elektrarne. **Obrestna mera** se v tem primeru giblje med **4 % in 4,5 % nominalno**. Takšen pristop zmanjšuje začetno potrebo po lastnih virih, a hkrati **povečuje skupno zadolženost in strošek financiranja v fazi obratovanja**. Projektna družba bi v tem primeru prevzela celotno breme dolga, kar povečuje **finančno tveganje** in občutljivost projekta na spremembe obrestnih mer.

Model B prav tako predvideva **100 % dolžniško financiranje osnovnih sredstev**, vendar z drugačno obravnavo obresti v času gradnje. Te se **ne kapitalizirajo**, temveč se **plačujejo sproti iz dokapitalizacij projektne družbe**. **Obrestne mere** ostajajo med **4 % in 4,5 %**, medtem ko **zahtevani donos na lastniški kapital znaša 6 % nominalno**. Takšna ureditev nekoliko zmanjša **skupni dolg ob začetku obratovanja** in s tem tudi **stroške obresti v kasnejšem obdobju**, vendar zahteva **večji vložek lastnih sredstev** v fazi gradnje. Model je primeren, kadar so investitorji pripravljeni zagotoviti dodatna sredstva, da bi zmanjšali zadolženost ob zagonu elektrarne.

Model C sledi t. i. **češkemu modelu financiranja**, ki temelji na skoraj popolnem dolžniškem financiranju in vključuje **državno podporo** pri zagotavljanju posojilnih pogojev. Predvideva le **2 % lastnih sredstev** in **98 % dolga**, pri čemer se **obresti v času gradnje ne plačujejo**, temveč se začnejo obračunavati šele po začetku obratovanja. V tem obdobju se uporablja **obrestna mera z 1 % pribitkom nad zadolževanjem države**, skupna **nominalna obrestna mera** pa znaša med **5 % in 5,5 %**. **Zahtevani donos na lastniški kapital ostaja 6 % nominalno**. Prednost tega modela je v **nižjih stroških kapitala v času gradnje** in **stabilnejšem denarnem toku po zagonu**, saj omogoča lažje servisiranje dolga. Hkrati pa je model **zelo odvisen od državne podpore in jamstev**, zato zahteva **visoko stopnjo politične in finančne zavezanosti** države k projektu.

¹⁴ Ožja delovna skupina za pripravo modela financiranja JEK2 je Primerjalno ekonomsko analizo različnih modelov financiranja, ki jo je pripravila družba GEN Energija, obravnavala kot dodatno informacijsko osnovo.

Model D predstavlja možnost **zasebnega financiranja projekta**, pri katerem bi zasebni investitorji prevzeli pomemben delež lastništva in s tem tudi del investicijskega tveganja. Struktura financiranja je enaka kot v referenčnem modelu – **25 % lastniškega kapitala** in **75 % dolžniškega**, vendar so **pogoji financiranja strožji**. **Zahtevani donos na lastniški kapital znaša 11 % nominalno, obrestna mera za dolžniški kapital pa 6 % nominalno**. Posledično se **skupni strošek kapitala občutno poveča**, kar vpliva na **ekonomsko učinkovitost projekta** in **ceno proizvedene električne energije**. Prednost tega modela je **razbremenitev javnih financ in delitev tveganj**, slabost pa **višji stroški financiranja** in **manjši vpliv države** na strateške odločitve.

Rezultati primerjalne analize bodo v nadaljevanju predstavljeni za dve možni konfiguraciji elektrarne – z močjo **1.100 MWe** in **1.650 MWe**. Analiza bo prikazala vpliv različnih finančnih struktur na **ceno električne energije iz JEK2**.

Tabela 1: Rezultati primerjalne ekonomske analize - 1.100 MWe

1.100 MWe	GEN2024	Model A**		Model B**		Model C**		Model D
Financiranje osnovnih sredstev	25 % lastniški 75 % dolžniški	100 % dolžniški		100 % dolžniški		2 % lastniški 98 % dolžniški		25 % lastniški 75 % dolžniški
Kapitalizacija obresti v času gradnje	DA	DA		Dokapitalizacija SPV za plačilo obresti		Brezobrestni kredit v času gradnje		DA
WACC_{realni} [%]	2,32	1,62	2,03	1,93	2,32	2,46*	2,86*	4,68
Investicija [mio. EUR]	11.602	12.218	12.604	12.045	12.330	10,476	10.476	12.989
Cena električne energije iz JEK2 (NSV=0) [EUR/MWh]	71,36	60,31	64,82	64,04	68,76	65,34	69,09	107,02

V fazi obratovanja; ** za modele A, B in C sta narejena dva izračuna in sicer za stroške dolžniškega kapitala 4 in 4,5 % nominalno (model A in B) ter za 5 in 5,5 % nominalno (Model C)

Tabela 2: Rezultati primerjalne ekonomske analize – 1.650 MWe

1.650 MWe	GEN2024	Model A		Model B		Model C		Model D
Financiranje osnovnih sredstev	25 % lastniški 75 % dolžniški	100 % dolžniški		100 % dolžniški		2 % lastniški 98 % dolžniški		25 % lastniški 75 % dolžniški
Kapitalizacija obresti v času gradnje	DA	DA		Dokapitalizacija SPV za plačilo obresti		Brezobrestni kredit v času gradnje		DA
WACC_{realni} [%]	2,32	1,62	2,03	1,93	2,32	2,46*	2,86*	4,68
Investicija [mio. EUR]	17.014	17.916	18.482	17.663	18.081	15.361	15.361	19.047
Cena električne energije iz JEK2 (NSV=0) [EUR/MWh]	68,16	57,30	61,75	60,96	65,62	62,30	66,00	103,19

V fazi obratovanja; ** za modele A, B in C sta narejena dva izračuna in sicer za stroške dolžniškega kapitala 4 in 4,5 % nominalno (model A in B) ter za 5 in 5,5 % nominalno (Model C)

Rezultati primerjalne ekonomske analize jasno kažejo, da ima **izbrana struktura financiranja** odločilen vpliv na **končno ceno proizvedene električne energije (EE)** iz projekta JEK2. Najugodnejši rezultat dosega **Model A**, ki predvideva **100-odstotno dolžniško financiranje osnovnih sredstev in kapitalizacijo obresti v času gradnje**. Zaradi nizkih stroškov kapitala ter učinkovite časovne razporeditve obrestnih obveznosti v fazi gradnje ta pristop prinaša **najnižjo ceno proizvedene električne energije** med vsemi analiziranimi modeli.

Model B, ki prav tako temelji na popolnem dolžniškem financiranju, vendar z **dokapitalizacijo projektne družbe (SPV)** za sprotno plačevanje obresti v času gradnje, dosega drugo najnižjo ceno električne energije, da projekt povrne vložek. Takšna zasnova omogoča nekoliko bolj uravnoteženo denarno dinamiko, saj se izogne kumulaciji obresti v fazi gradnje, hkrati pa ohranja razmeroma nizke stroške financiranja. Posledično se model kaže kot **zelo konkurenčna alternativa** osnovnemu dolžniškemu scenariju.

Model C, t. i. »češki model«, v katerem je predvideno **98 % dolžniško financiranje in brezobrestno obdobje v času gradnje**, dosega nekoliko višjo ceno električne energije od Modela B. Čeprav odsotnost obresti v času gradnje sprva zmanjšuje skupno investicijsko vrednost, se učinek kasneje delno izniči zaradi **višjih obrestnih mer po začetku obratovanja**. Ta model tako ohranja razmeroma ugodno, a ne optimalno strukturo stroškov financiranja.

Referenčni model GEN2024, ki predvideva **25 % lastniškega in 75 % dolžniškega financiranja**, dosega srednjo vrednost med analiziranimi scenariji. Vključitev lastniškega kapitala in pripadajočega zahtevanega donosa povečuje ceno proizvedene električne energije, vendar zagotavlja **večjo finančno stabilnost in manjšo izpostavljenost tveganjem** v obdobju gradnje in obratovanja.

Najmanj ugoden je **Model D**, ki temelji na **zasebnem financiranju** z visokim deležem lastniškega kapitala in zahtevano donosnostjo vlagateljev okoli 11 %. Posledično so skupni stroški kapitala bistveno višji, kar vodi v **najdražjo ceno proizvedene električne energije** med vsemi analiziranimi možnostmi. Tak pristop bi bil brez državne podpore **ekonomsko neupravičen** in bi zmanjšal konkurenčnost projekta JEK2.

Sklepno lahko povzamemo, da **gospodarnost projekta in končna cena proizvedene električne energije** v največji meri **odvisni od strukture financiranja**, predvsem od **stroškov kapitala in načina obravnave obresti v času gradnje**. Ustrezno zasnovan finančni model, ki zagotavlja nizke stroške zadolževanja ter optimalno časovno razporeditev finančnih obveznosti, omogoča doseganje **najnižje proizvodne cene električne energije** in s tem **višjo ekonomsko konkurenčnost projekta JEK2**.

