



Till Klimat- och näringslivsdepartementet

Hemställan om förordningsändring

Förslag till ändring av förordningen (2017:1180) om förvaltningen av kärnavfallsfondens medel

Hemställans huvudsakliga innehåll

I hemställan föreslås ändringar i förordningen (2017:1180) om förvaltningen av kärnavfallsfondens medel (förvaltningsförordningen) när det gäller dels vilka tillgångsslag som huvuddelen av fondens medel får placeras i, dels den begränsningsregel som anger hur stor andel av fondens medel som måste vara placerade på ett visst sätt.

Enligt förslagen ska tidsperioden som används för att beräkna hur stor andel av fondens medel som ska vara placerad till lägre risk vara 10 år i stället för 20 år. Förslagen i övrigt innebär i huvudsak att placeringar i denna del av fonden utökas till att även omfatta kreditobligationer och andra slags skuldförbindelser under förutsättning att kreditrisken är låg. Placeringar ska även kunna ske i penningmarknadsinstrument under i huvudsak samma förutsättningar. Vidare föreslås att möjligheterna till placering på konto samt i statspapper, säkerställda obligationer, fondandelar och derivatinstrument utvidgas samt att vissa utländska företeelser likställs med svenska motsvarigheter.

Förslagen är ett led i den fördjupade översyn av placeringsreglerna som Kärnavfallsfonden har gjort sedan 2023. Analysen har visat att det är möjligt att öka den förväntade avkastningen i fonden samtidigt som risknivån hålls oförändrad. Det görs bland annat genom att minska andelen statsobligationer och säkerställda obligationer i portföljen, samtidigt som andelen kreditobligationer av hög kreditkvalitet ökas. Förslagen syftar således till att öka avkastningen i förvaltningen.

Till följd av förslagen föreslås även vissa konsekvensändringar.

Författningsändringarna föreslås träda i kraft den 1 juli 2026.

Som en konsekvens av förslagen beräknas nuvärdet av fondens förväntade avkastning över finansieringssystemets livstid öka med cirka 15 miljarder kronor.

För Kärnavfallsfonden

Mats Dillén
Ordförande



1. Författningsförslag

Förslag till förordning om ändring i förordningen (2017:1180) om förvaltningen av kärnavfallsfondens medel

Härigenom föreskrivs att 3, 8, 10 och 14–16 och 19 §§ förordningen (2017:1180) om förvaltningen av kärnavfallsfondens medel ska ha följande lydelse.

Nuvarande lydelse

Orden emittent och kreditinstitut och *uttrycket* reglerad marknad har i denna förordning samma betydelse som i lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden.

Av varje tillståndshavares andel av fondmedlen ska ett belopp som motsvarar summan av det diskonterade värdet av de förväntade nettoutbetalningarna av fondmedel under innevarande kalenderår och de närmast följande *nitton* kalenderåren, dock minst sextio procent av tillståndshavarens andel av fondmedlen, vara placerade

1. på räntebärande konto i Riksgäldskontoret,
2. i skuldförbindelser utfärdade av staten,
3. i skuldförbindelser utgivna enligt lagen (2003:1223) om utgivning av säkerställda obligationer, *eller*

Föreslagen lydelse

3 §

Orden emittent och kreditinstitut och *uttrycken* reglerad marknad *och utländskt kreditinstitut* har i denna förordning samma betydelse som i lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden.

8 §¹

Av varje tillståndshavares andel av fondmedlen ska ett belopp som motsvarar summan av det diskonterade värdet av de förväntade nettoutbetalningarna av fondmedel under innevarande kalenderår och de närmast följande *nio* kalenderåren, dock minst sextio procent av tillståndshavarens andel av fondmedlen, vara placerade

1. på räntebärande konto i Riksgäldskontoret *eller på konto i ett kreditinstitut eller ett utländskt kreditinstitut*,
2. i skuldförbindelser utfärdade av *svenska staten eller en utländsk stat*,
3. i skuldförbindelser utgivna enligt lagen (2003:1223) om utgivning av säkerställda obligationer *eller motsvarande utländska skuldförbindelser*,
4. *i andra likvida skuldförbindelser med låg kreditrisk*,
5. *i andra likvida penningmarknadsinstrument än sådana instrument som avses i 2, om*

¹ Senaste lydelse 2018:1454.



4. i derivatinstrument vars underliggande tillgångar är skuldförbindelser enligt 2 eller 3 eller som hänför sig till räntesatser i svenska kronor.
6. i sådana fondandelar som avses i 9 § 4, om fonden placerar medel endast på sådana konton eller i sådana tillgångar som avses i 1–5 eller 7 eller i andra fondandelar av sådant slag, eller
7. i derivatinstrument
- a) vars underliggande tillgångar är skuldförbindelser eller penningmarknadsinstrument enligt 2–5, eller
- b) som hänför sig till
- räntesatser,
 - växelkurser,
 - utländska valutor, eller
 - finansiella index när det gäller räntesatser eller valutor.

Om kravet enligt första stycket inte är uppfyllt ska Kärnavfallsfonden vidta rättelse så snart det kan ske i enlighet med kravet i 7 § 1 på aktsam förvaltning.

10 §

Placering av fondmedel enligt 9 § 1 eller 2 får endast avse penningmarknadsinstrument som är, eller överlåtbara värdepapper som är eller inom ett år från emissionen avses bli,

1. upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför EES, eller
2. föremål för regelbunden handel vid någon annan marknad som är reglerad och öppen för allmänheten.

Placering av fondmedel enligt 8 § första stycket 4 eller 5 eller 9 § 1 eller 2 får endast avse penningmarknadsinstrument som är, eller skuldförbindelser och andra överlåtbara värdepapper som är eller inom ett år från emissionen avses bli,

Första stycket gäller inte placering i sådana penningmarknadsinstrument som avses i 8 § första stycket 5 b.

14 §²

Placering av fondmedel i derivatinstrument enligt 8 § 4 eller 9 § 3 får

Placering av fondmedel i derivatinstrument enligt 8 § första stycket 7

² Senaste lydelse 2018:1454.



göras endast i syfte att begränsa risker och effektivisera förvaltningen av fondmedlen.

eller 9 § 3 får göras endast i syfte att begränsa risker och effektivisera förvaltningen av fondmedlen.

15 §

Placering av fondmedel enligt 9 § 3 får endast avse derivatinstrument

1. som omsätts på en reglerad marknad enligt 10 §, och
2. vars underliggande tillgångar utgörs av eller hänför sig till
 - a) någon sådan tillgång som anges i 9 §,
 - b) finansiella index,
 - c) räntesatser,
 - d) växelkurser, eller
 - e) utländska valutor

Placering av fondmedel enligt 8 § första stycket 7 får endast avse derivatinstrument som omsätts på en reglerad marknad enligt 10 §.

16 §

Trots kravet i 15 § 1 får fondmedel placeras i derivatinstrument som handlas direkt mellan parterna, om

Trots kraven i 15 § första stycket 1 och andra stycket får fondmedel placeras i derivatinstrument som handlas direkt mellan parterna, om

1. motparten omfattas av tillsyn och tillhör de kategorier av företag som godkänts som motparter av Finansinspektionen, och
2. derivatinstrumenten
 - a) är föremål för en daglig, tillförlitlig och kontrollerbar värdering, och
 - b) vid varje tidpunkt på Kärnavfallsfondens begäran kan säljas, lösas in eller avslutas genom en utjämnande transaktion till ett rimligt värde.

19 §

Exponeringar mot ett och samma företag eller mot företag i en och samma företagsgrupp får genom placeringar i överlåtbara värdepapper, penningmarknadsinstrument och derivatinstrument tillsammans inte överstiga tjugo procent av fondens värde.

Exponeringar mot ett och samma företag eller mot företag i en och samma företagsgrupp får genom placeringar i överlåtbara värdepapper, penningmarknadsinstrument och derivatinstrument *eller på konto i ett kreditinstitut eller ett utländskt kreditinstitut* tillsammans inte överstiga tjugo procent av fondens värde.



2. Inledning

I december 2017 fick Kärnavfallsfonden ett utvidgat placeringsmandat genom införandet av en ny förordning (2017:1180) om förvaltningen av kärnavfallsfondens medel (förvaltningsförordningen). Det blev då tillåtet för fonden att placera i bland annat noterade aktier, företagsobligationer och fondandelar. Kärnavfallsfonden gjorde sina första investeringar i dessa tillgångsslag i mitten av 2018 för att därefter successivt öka innehaven till dess att fonden var fullinvesterad i mitten av 2020. Det utvidgade placeringsmandatet har inneburit ett stort positivt bidrag till fondens avkastning.

Kärnavfallsfonden vill nu hemställa till regeringen om att utvidga placeringsreglerna ytterligare. Bakgrunden är att Kärnavfallsfonden under 2023–24 genomförde en fördjupad översyn av sina placeringsregler, inkl. förvaltningsförordningen. Resultatet visar att det är möjligt att öka den förväntade avkastningen i fonden samtidigt som risknivån är oförändrad. Det beror på att det finns betydande diversifieringsmöjligheter mellan de olika tillgångsslagen och investeringsstrategierna i portföljen som går att tillvarata på ett mer effektivt sätt än vad de nuvarande placeringsreglerna i förvaltningsförordningen tillåter. Därför föreslås att förvaltningsförordningen ändras så att detta blir tillåtet.

I denna skrivelse presenteras förslag till ändringar i förvaltningsförordningen. Skrivelsen inleds med en beskrivning av Kärnavfallsfondens nuvarande placeringsregler (avsnitt 3). I avsnitt 4 presenteras resultatet av Kärnavfallsfondens översyn och skälen för de huvudsakliga ändringsförslagen. I avsnitt 5 sammanfattas Kärnavfallsfondens förslag och överväganden; och i avsnitt 6 ges förslag till ikraftträdande och övergångsbestämmelser. I avsnitt 7 ges en konsekvensbeskrivning och i avsnitt 8 en författningskommentar. En detaljerad beskrivning av den kvantitativa portföljanalysen som förslagen grundar sig på, och som redovisas i avsnitt 4.2, återfinns i underlagsrapporten *Kärnavfallsfonden: Portföljoptimeringsanalys* i bilaga 1.

Parallellt med denna hemställan har Kärnavfallsfonden gett in en särskild hemställan när det gäller fondens möjlighet att placera fondmedel i fondandelar enligt 9 § 4 förvaltningsförordningen (KN2025/01320). Även om Kärnavfallsfonden är angelägen om att båda förslag realiserar, av de skäl som framförs i respektive skrivelse, är förslagen inte överlappande eller beroende av varandra.



3. Kärnavfallsfondens nuvarande placeringsregler

3.1. Förvaltningsförfordningen

Förvaltningen av kärnavfallsfondens medel regleras av förvaltningsförfordningen, som trädde i kraft den 20 december 2017. Genom förvaltningsförfordningen fick Kärnavfallsfonden ett utvidgat placeringsmandat på så sätt att det blev tillåtet för fonden att med vissa begränsningar placera i bland annat noterade aktier, företagsobligationer och fondandelar.

Förvaltningsförfordningen innehåller en bestämmelse med övergripande krav på förvaltningen när det gäller att fondmedlen ska förvaltas på ett aktsamt och ansvarsfullt sätt (7 §). Därutöver finns en rad mer detaljerade bestämmelser om vilka tillgångar som fondmedel får placeras i (8 och 9 §§), samt därtill hörande begränsningar när det gäller krav på vissa tillgångar, begränsning av exponeringar mot en enskild motpart m.m. (10–19 §§).

De huvudsakliga bestämmelserna om tillåtna tillgångar finns alltså i 8 och 9 §§. Av 8 § följer att en större del av kärnavfallsfondens kapital ska placeras i vissa mindre riskfyllda räntebärande tillgångsslag. Den övriga delen av portföljen får enligt 9 § placeras även i mer riskfyllda tillgångsslag.

Bestämmelserna i 8 § innebär, förenklat uttryckt, att nuvärdet (det diskonterade värdet) av de förväntade nettoutbetalningarna ur fonden under de närmaste 20 kalenderåren, eller åtminstone 60 procent av fondmedlen, ska vara placerade på visst sätt. Den första delen av bestämmelsen kallas fortsättningsvis för 20-årsregeln. De placeringar som är tillåtna enligt denna paragraf är placeringar

1. på räntebärande konto i Riksgälden,
2. i skuldförbindelser utfärdade av staten,
3. i skuldförbindelser utgivna enligt lagen (2003:1223) om utgivning av säkerställda obligationer, eller
4. i derivatinstrument vars underliggande tillgångar är skuldförbindelser enligt punkterna 2 eller 3 ovan eller som hänför sig till räntesatser i svenska kronor.

Bestämmelserna i 9 § möjliggör däremot andra slags placeringar såvitt avser medel som inte måste placeras enligt 8 §, dvs. högst 40 procent av fondmedlen. Dessa placeringar får avse likvida finansiella tillgångar som utgörs av

1. överlåtbara värdepapper,
2. penningmarknadsinstrument,
3. derivatinstrument, eller
4. andelar i värdepappersfonder.³

³ Kärnavfallsfonden har i en särskild hemställan föreslagit ändringar av 9 § 4 med innebörd att även vissa andra fondandelar än andelar i värdepappersfonder skulle vara tillåtna (se KN2025/01320).



Med dessa termer och uttryck avses detsamma som i lagen (2004:46) om värdepappersfonder (i fortsättningen LVF), se 2 § förvaltningsförordningen.

För överlåtbara värdepapper och penningmarknadsinstrument gäller ett krav på att instrumenten ska vara upptagna till handel på en reglerad marknad eller handlas på vissa andra slags marknader. Särskilda krav gäller även för derivatinstrument, såväl vid placeringar enligt 8 som 9 §§.

3.2. Uppdelning på delpportföljer

Mot bakgrund av ovan beskrivna regler har Kärnavfallsfonden valt att förvalta fondmedlen i två separata delpportföljer med olika placeringsregler. I den första portföljen, den s.k. *basportföljen*, får medlen endast placeras i mycket säkra tillgångar i enlighet med 8 § förvaltningsförordningen. I den andra portföljen, den s.k. *långsiktiga portföljen*, får medlen placeras i mer riskfyllda tillgångarna i enlighet med 9 § förvaltningsförordningen. Varje tillståndshavares fondtillgångar utgörs sedan av "andelar" i basportföljen respektive den långsiktiga portföljen, vilket gör det lätt att kontrollera om begränsningsreglerna för delpportföljerna uppfylls eller ej för varje enskild tillståndshavare, samt korrigera eventuella avvikelser vid behov.

I dagsläget har alla utom två tillståndshavare den maximala andelen placerad i den långsiktiga portföljen (38 procent enligt styrelsens placeringspolicy). I takt med att utbetalningar sker från fonden kommer dock 20-årsregeln att få effekt för tillståndshavarna. Det innebär att allokeringen till den långsiktiga portföljen gradvis behöver minska över tid. Hur snabbt detta går beror på en rad faktorer som till exempel hur stora utbetalningarna från fonden är och hur de fördelar sig över tid, storleken på kärnavfallsavgifterna och nivån på diskonteringsräntekurvan. Detta analyseras närmare i avsnitt 4.2.2.

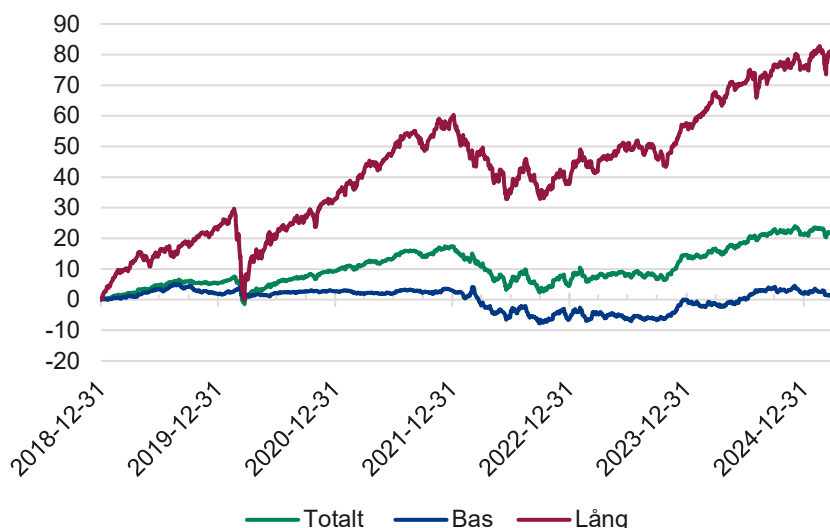
3.3. Utvärdering av det nya placeringsmandatet

Kärnavfallsfonden påbörjade implementeringen av 2017 års placeringsregler i juni 2018, då fonden började investera i svenska aktier och svenska företagsobligationer. I december samma år påbörjades investeringar i globala aktier och globala företagsobligationer. Investeringarna ökades därefter successivt tills den långsiktiga portföljen var fullinvesterad i slutet av juni 2020.

Införandet av den långsiktiga portföljen har gett ett stort positivt bidrag till fondens avkastning. Det framgår av diagram 1 som visar den ackumulerad avkastningen i fonden mellan januari 2019 och mars 2025 uppdelat på basportföljen (blå linje), den långsiktiga portföljen (röd linje) och den totala portföljen (grön linje).



Diagram 1. Ackumulerad avkastning i svenska kronor (%), 2019-01-01 till 2025-03-31



I tabell 1 visas den årliga avkastningen för de båda portföljerna under åren 2019 till 2024. Avkastningen för den långsiktiga portföljen uppgick under perioden i genomsnitt till 10,30 procent per år, medan avkastningen för basportföljen uppgick till 0,32 procent. På total nivå avkastade kärnavfallsfonden i genomsnitt 3,24 procent per år, varav utvidgningen av placeringsmandatet bidrog med uppskattningsvis 3,09 procentenheter.

Tabell 1. Nominell avkastning¹⁾ för basportföljen respektive den långsiktiga portföljen (%)

År	BAS	LÅNG	Differens
2019	1,84	24,53	22,69
2020	0,84	8,40	7,56
2021	0,28	21,01	20,74
2022	-8,90	-14,20	-5,35
2023	6,49	15,04	8,54
2024	2,00	11,69	9,69
Genomsnitt per år ²⁾	0,32	10,30	10,25

1) Avkastningen har beräknats på aktuella data från affärssystemet per den 2025-04-10.

2) Den genomsnittliga avkastningen beräknas som det geometriska medelvärdet av de årliga värdena.

Samtidigt som avkastningen har ökat i portföljen, har även risken ökat. Det betyder att variationen i avkastningen har ökat. Under perioden 2019–2024 uppgick risken i basportföljen, mätt som standardavvikelsen, till 4,65 procent, medan risken i den långsiktiga portföljen uppgick till 10,70 procent. På total nivå uppgick risken dock bara till 5,66 procent, vilket visar att den långsiktiga portföljens bidrag till den totala risken är relativt litet. Det förklaras av att det finns betydande diversifieringseffekter mellan basportföljen och den långsiktiga portföljen, vilket bidrar till att hålla nere risken på totalnivå.



Sammanfattningsvis har införandet av den långsiktiga portföljen gett ett stort positivt bidrag till fondens totala avkastning, samtidigt som risken endast har ökat måttligt. Det beror på de stora diversifieringseffekter som finns i portföljen.



4. Översyn av Kärnavfallsfondens placeringsregler

4.1. Kärnavfallsfondens placeringsregler är konservativa

Kärnavfallsfondens placeringsregler är – även med den utvidgning som gjordes 2017 – mycket konservativa. Enligt det nuvarande regelverket måste minst 60 procent av varje enskild tillståndshavares kapital placeras i räntebärande tillgångar med mycket låg risk (primärt statsobligationer eller säkerställda obligationer) och därmed även låg förväntad avkastning. Innehavet i dessa tillgångar kommer dessutom att behöva öka i takt med att slutförvaret färdigställs. Det beror på 20-årsregeln som kopplar samman placeringsreglerna med utvecklingen av finansieringssystemets skuldsida. Enligt denna måste ett belopp motsvarande nuvärdet av de förväntade nettoutbetalningarna under de kommande 20 åren placeras i nämnda tillgångar. Det innebär att andelen statsobligationer och säkerställda obligationer måste öka från 60 procent för merparten av tillståndshavarna redan inom 10 år. För vissa tillståndshavare har andelen redan börjat öka. Konsekvensen är en förhållandevis tidig och snabb avtrappning av innehavet av mer riskfyllda tillgångar trots att slutförvaret inte beräknas vara färdigställt förrän om tidigast 60 år.

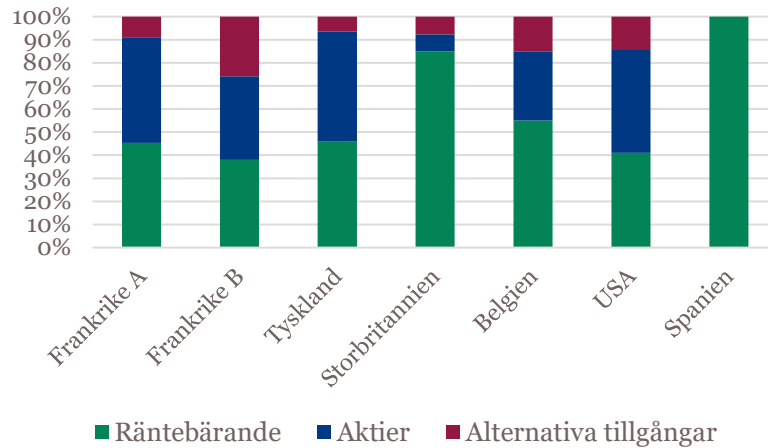
För att få en uppfattning om hur Kärnavfallsfondens placeringsregler är utformade i förhållande till andra statliga myndigheter med lång placeringshorisont görs en jämförelse med AP-fondernas placeringsregler. I lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) anges att minst 20 procent av kapitalet ska vara placerade i fordringsrätter med låg kredit- och likviditetsrisk, vilket i praktiken omfattar kreditobligationer med ett visst kreditbetyg. Översatt till Kärnavfallsfondens regler innebär detta att AP-fonderna får placera *hela* sitt kapital i den långsiktiga portföljen, förutsatt att minst 20 procent av tillgångarna består av kreditobligationer med låg kredit- och likviditetsrisk. Det innebär en väsentlig skillnad i hur mycket riskutrymme som tillåts för respektive myndighet.

Även sett i ett internationellt perspektiv är Kärnavfallsfondens placeringsregler konservativa. Det framgår av diagram 2, som visar tillgångssammansättningen för sju internationella motsvarigheter till Kärnavfallsfonden. Samtliga dessa, utom de som finns i Storbritannien och Spanien, placerar en betydligt högre andel av sina tillgångar i aktier och alternativa investeringar⁴ än Kärnavfallsfonden. Tyvärr saknas data över hur stor andel av de räntebärande tillgångarna som utgörs av statspapper respektive kreditobligationer, varför det inte är möjligt att göra några sådana jämförelser. Givet att fonderna får investera i aktier och alternativa tillgångar är det dock troligt att de även får investera i kreditobligationer och att en viss andel av de räntebärande tillgångarna utgörs av sådana obligationer.

⁴ Alternativa investeringar är ett samlingsbegrepp för investeringar bortom traditionella investeringar som noterade aktier och obligationer. Det inkluderar illikvida tillgångar som till exempel onoterade aktier, lån och fysiska fastigheter.



Diagram 2. Tillgångsfördelning för internationella motsvarigheter till Kärnavfallsfonden per den 2022-12-31 (%)



Källa: Mercer (2023)

Sammanfattningsvis kan vi konstatera att Kärnavfallsfondens placeringsregler är mycket konservativa jämfört med såväl andra statliga kapitalförvaltande myndigheter med lång placeringshorisont som utländska motsvarigheter till kärnavfallsfonden. Det gäller såväl minikravet på att minst 60 procent av varje enskild tillståndshavarens kapital ska vara placerat i statsobligationer eller säkerställda obligationer, som 20-årsregeln som successivt höjer den andel som måste placeras i dessa tillgångar.

4.2. Det går att öka den förväntade avkastningen utan att risken ökar

Kärnavfallsfondens nuvarande placeringsregler innebär att fonden måste placera en stor andel av fondmedlen i tillgångar med låg förväntad avkastning. Innehaven i dessa tillgångar kommer dessutom gradvis att behöva öka till dess att fonden uteslutande äger sådana tillgångar under finansieringssystemets sista 20 år. Detta beror på de riskbegränsningsregler som beskrivs i avsnittet ovan.

En angiven lägsta nivå för andelen som måste placeras i statsobligationer eller andra räntebärande värdepapper med låg risk är en relativt vanlig metod för riskbegränsning inom kapitalförvaltning. En sådan begränsning är dock ett trubbigt och ganska omodernt verktyg för riskkontroll, eftersom det leder till en ökad polarisering av portföljrisker och sämre möjligheter till diversifiering. För att undersöka om det går att öka den förväntade avkastningen i fonden till oförändrad risknivå har Kärnavfallsfonden gjort en portföljoptimeringsanalys helt utan förvaltningsförrordningens begränsningar. Analysen består dels av en traditionell portföljoptimering (Markowitz-optimering) där målet är att hitta den portföljsammansättning som ger högst förväntad avkastning vid en given risknivå, dels av en optimering som söker den

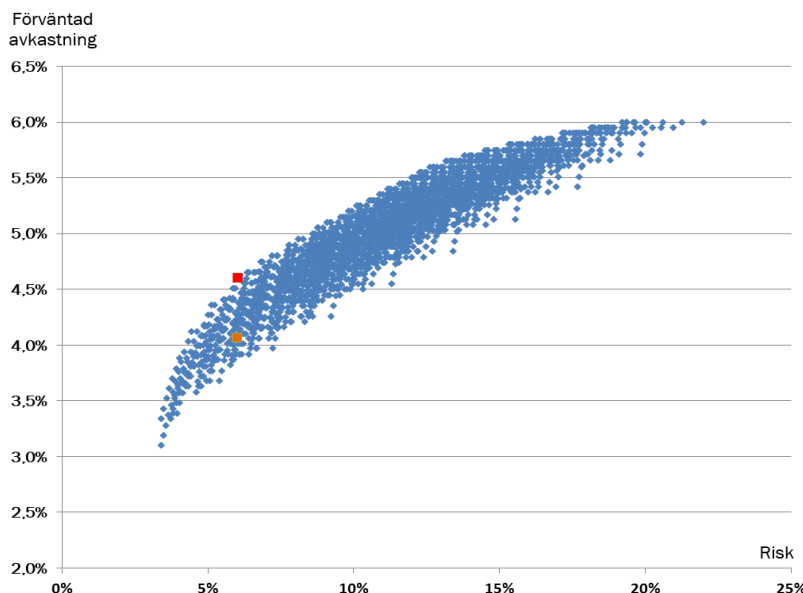


portfölj som har högst riskjusterad avkastning mätt som Sharpe-kvot⁵. En detaljerad beskrivning av analysen ges i underlagsrapporten *Kärnavfallsfonden: Portföljoptimering* i bilaga 1.⁶

4.2.1. Kreditobligationer bör tillåtas i den del av portföljen som regleras av 8 §

Analysen visar att om man tar bort restriktionen för hur mycket som måste placeras i statspapper eller säkerställda obligationer så går det att hitta en portfölj som har högre förväntad avkastning än den nuvarande portföljen med oförändrad risknivå. Detta illustreras i diagram 3, som visar en schematisk bild av optimeringsresultatet där den orangea punkten representerar den nuvarande portföljen och den röda fyrkanten representerar den "effektiva" portföljen⁷. Som framgår av diagrammet har den effektiva portföljen en högre förväntad avkastning än den nuvarande portföljen, samtidigt som risknivån är densamma.

Diagram 3. Schematisk bild över optimeringsresultatet



Optimeringsanalysen resulterar i en portfölj som består av 60 procent kreditobligationer (företagsobligationer), 30 procent amerikanska lågvolatila aktier och 10 procent svenska aktier. Portföljen har 0,5 procentenheters högre förväntad avkastning än den nuvarande portföljen, men samma risk. Det innebär en ökad avkastning på 410 miljoner kronor per år beräknat på ett kapital på 82 miljarder kronor.⁸

⁵ Sharpe-kvoten är ett mått på den riskjusterade avkastningen i portföljen, dvs. avkastningen i förhållande till risken. Ju högre Sharpekvot, desto högre avkastning i förhållande till risken i portföljen.

⁶ I rapporten presenteras även en känslighetsanalys, samt en jämförelse av avkastningen för olika tillgångar under rullande femårsperioder.

⁷ En effektiv portfölj är en portfölj som har den högsta förväntade avkastningen vid en given risknivå.

⁸ Kärnavfallsfondens marknadsvärde per den 2024-12-31.



För att denna portföljsammansättning ska bli möjlig måste dock begränsningsregeln i förvaltningsförordningen ändras. En möjlig lösning är att tillåta att kreditobligationer med låg risk får användas i basportföljen (dvs. i den delportfölj som regleras av 8 § i förvaltningsförordningen) för att ersätta placeringar i statsobligationer och säkerställda obligationer. En sådan lösning innebär att den nuvarande strukturen i förvaltningsförordningen kan bibehållas, med en bestämmelse för delportföljen med låg risk (8 §) och en annan bestämmelse för delportföljen med högre risk (9 §). Samtidigt får man en mer traditionell uppdelning av fonden mellan räntebärande tillgångar och aktier.

Trots vad som sägs ovan om trubbiga verktyg finns det skäl att överväga om en viss andel av kapitalet ändå bör placeras i statsobligationer eller säkerställda obligationer av likviditets- och betalningsberedskapsskäl. Kärnavfallsfonden har analyserat frågan och kommit fram till att en sådan andel inte behöver vara särskilt hög, eftersom fondens kassaflöden är relativt väl kända både på kort och medellång sikt. Enligt Riksgäldens senaste avgiftsberäkning⁹ uppgår det genomsnittliga årliga utflödet från fonden till cirka 1,2 miljarder kronor, medan det största enskilda årliga utflödet är 3,2 miljarder kronor. En målnivå på 15 procent av fondens marknadsvärde, eller motsvarande 12 miljarder kronor, skulle därför gott och väl räcka för att täcka fondens behov av likviditet och betalningsberedskap. Enligt Kärnavfallsfondens bedömning bör en sådan restriktion dock inte införas i förvaltningsförordningen, utan bör kunna beslutas av Kärnavfallsfondens styrelse. Skälet till detta är att andelen likvida tillgångar ska kunna anpassas till kommande kassaflöden och de risker som finns på ett så flexibelt sätt som möjligt. Inte minst måste det vara möjligt för fonden att kunna använda likviditetsreserven – och därmed minska dess andel – om behov skulle uppstå i en akut likviditetssituation. Det övergripande kravet på god betalningsberedskap (7 §) bör således finnas kvar i förordningen.

I de fortsatta beräkningarna antas att fonden placerar 15 procent i statspapper och säkerställda obligationer, 45 procent i kreditobligationer, 30 procent i amerikanska lågvolatila aktier och 10 procent i svenska aktier. Införandet av statspapper och säkerställda obligationer innebär att den förväntade meravkastningen jämfört med den nuvarande portföljen minskar från 0,5 till 0,35 procentenheter.

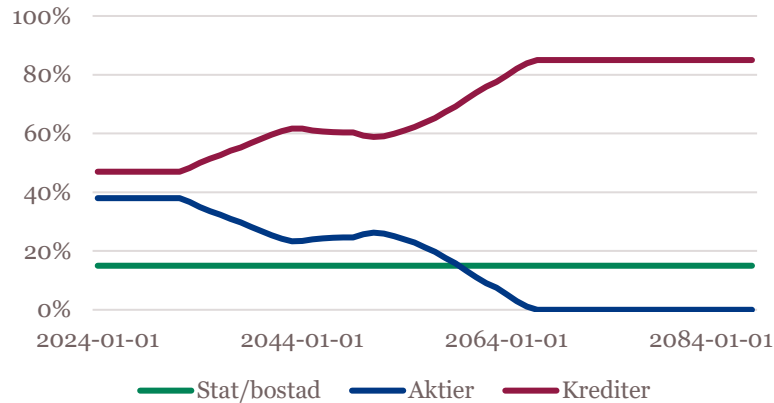
4.2.2. 20-årsregeln bör ändras till 10 år

Som berörs i avsnitt 4.1 är placeringsreglerna för kärnavfallsfonden kopplade till finansierings-systemets skuldsida genom 20-årsregeln. Den föreskriver att ett belopp motsvarande nuvärdet av de förväntade nettoutbetalningarna under de kommande 20 åren ska vara placerade i statsobligationer eller säkerställda obligationer. Det finns skäl att överväga om den tidsperioden bör ändras till 10 år. Anledningen till detta är att 20-årsregeln kommer att få effekt för de flesta tillståndshavare redan om cirka 10 år, vilket innebär en mycket tidig avtrappning av tillståndshavarnas aktieexponering. Detta illustreras i diagram 4 som använder tillståndshavaren Forsmark som exempel, samt ovan nämnda tillgångsallokering (45 procent kreditobligationer, 40 procent aktier och 15 procent statsobligationer och säkerställda obligationer).

⁹ Riksgälden (2024): *Konsekvensanalys av ändrat drifttidsantagande*. (Dnr 2024/8). Uppgifterna är hämtade från scenariot med 60 års drifttid.



Diagram 4. Forsmark, tillgångsfördelning med nuvarande begränsningsregel på 20 år

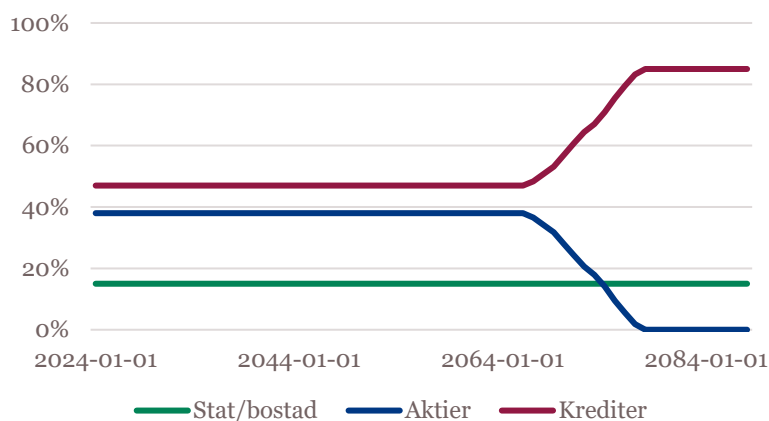


Av diagrammet framgår att Forsmarks aktieexponering kommer att börja minska i mitten av 2030-talet, samtidigt som andelen krediter kommer att börja öka. Ombalanseringen fortsätter sedan successivt till dess att hela aktieinnehavet är borta år 2064. Då återstår cirka 20 år av finansieringssystemets livslängd. En sådan tidig avtrappning av aktieexponeringen framstår som onödigt försiktig. Den innebär dessutom ett stort bortfall i förväntad avkastning i förhållande till den risknedtrappning som 20-årsregeln antas innebära. En indikation på detta ges i avsnitt 3.3 som visar att införandet av den långsiktiga portföljen innebar ett stort positivt bidrag till fondens avkastning, samtidigt som risken endast ökade måttligt. En utfasning av den långsiktiga portföljen kommer följaktligen att innebära det omvända, dvs. en måttlig minskning av risken till priset av ett stort bortfall i förväntad avkastning.

Om begränsningsregeln i stället sätts till 10 år, skulle aktieandelen för Forsmark vara oförändrad tills den kvarvarande livslängden i finansieringssystemet är cirka 20 år, se diagram 5. Först därefter skulle aktieandelen börja minska för att helt försvinna när det är 10 år kvar av finansieringssystemet. Det är enligt Kärnavfallsfondens mening en mer välavvägd avtrappning av aktieinnehaven sett utifrån tillståndshavarnas placeringshorisont, behov av risknedtrappning och kostnad för densamma.



Diagram 5. Forsmark, tillgångsfördelning med begränsningsregel på 10 år



4.2.3. Sammanfattning

Sammanfattningsvis är det möjligt för Kärnavfallsfonden att öka den förväntade avkastningen i fonden till oförändrad risk. Det görs med en portfölj som innehåller 60 procent kreditobligationer, 30 procent amerikanska lågvolatila aktier och 10 procent svenska aktier. En sådan portfölj får Kärnavfallsfonden emellertid inte investera i enligt nuvarande regler. Det krävs i stället att förvaltningsförfordningen ändras. Det finns även skäl att överväga att 20-årsregeln ändras till 10 år. Det innebär i praktiken att aktieexponeringen i fonden kan bibehållas under längre tid. Sammantaget innebär dessa två förändringar att nuvärdet av fondens förväntade avkastning ökar med 15 miljarder kronor sett över finansieringssystemets hela livslängd.¹⁰

4.3. Förbättrad möjlighet till valutamatchning

Enligt 13 § lagen (2006:647) om finansiering av kärntekniska restprodukter (finansieringslagen) och 7 § 1 förvaltningsförfordningen gäller en aktsamhetsprincip för förvaltningen av kärnavfallsfondens medel. Av denna följer bland annat att tillgångarna ska placeras med beaktande av åtagandenas typ och varaktighet enligt den s.k. matchningsprincipen.¹¹ Det innebär exempelvis att valutaexponeringen i tillgångarna bör matcha valutaexponeringen i skulden (dvs. i de framtida förväntade kostnaderna), eftersom det minskar valutarisken i systemet som helhet.

Eftersom dagens placeringsregler i princip endast tillåter tillgångar i svenska kronor i basportföljen (dvs. i den delportfölj som regleras av 8 § i förvaltningsförfordningen), har en praktisk följd av detta blivit att basportföljen endast innehåller tillgångar i svenska kronor. Det innebär att en valutamatchning endast kommer att kunna göras så länge som tillståndshavarna

¹⁰ I beräkningarna antas att fonden placerar 15 procent i statspapper och säkerställda obligationer, 45 procent i kreditobligationer, 30 procent i amerikanska lågvolatila aktier och 10 procent i svenska aktier.

¹¹ Proposition 2016/17:199, *Reglerna om finansiering av kärnavfallshantering*, samt SSM (2013): *Förändringar i lagen (2006:647) om finansiella åtgärder för hanteringen av restprodukter från kärnteknisk verksamhet och förordningen (2008:715) om finansiella åtgärder för hanteringen av restprodukter från kärnteknisk verksamhet*. (SSM 2011-4690-44).



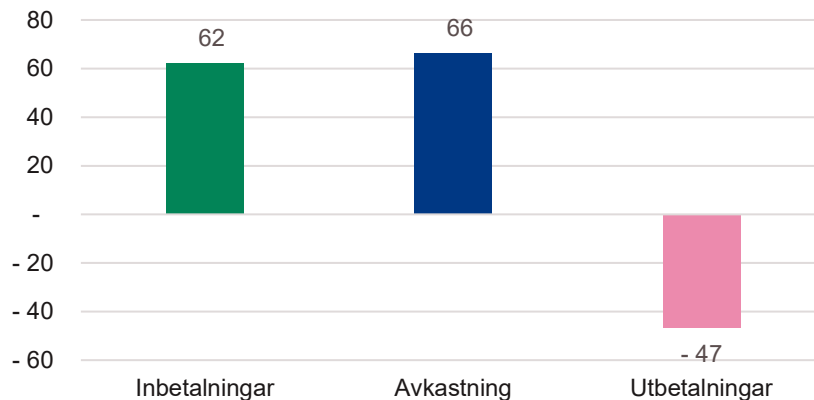
har kvar andelar i den långsiktiga portföljen. I takt med att denna fasas ut kommer därför i praktiken även möjligheten till valutamatchning att försvinna.

Genom att tillåta placeringar i räntebärande tillgångar i såväl svenska kronor som utländsk valuta i basportföljen är det dock möjligt att matcha finansieringssystemets tillgångar och skulder i utländsk valuta under systemets hela återstående livstid. Det innebär en stor förbättring jämfört med nuvarande placeringsregler, inte minst eftersom behovet av valutamatchning är större i slutet av finansieringssystemets livstid, då pengarna ska användas för inköp av varor i utländsk valuta (främst koppar och bentonitlera). En sådan möjlighet underlättar även den praktiska förvaltningen av kreditportföljen, eftersom den i annat fall skulle bli mycket stor i förhållande till den svenska marknaden.

4.4. Avkastningen är viktig för energibolagens driftskostnader

Enligt 13 § finansieringslagen ska avkastningen på kärnavfallsfondens medel läggas till kapitalet. Avkastningen i fonden bidrar därför till finansieringen av omhändertagandet och slutförvaret av kärntekniska restprodukter. Sedan starten 1982 har avkastningen uppgått till 66 miljarder kronor, samtidigt som avgiftsinbetalningarna har uppgått till 62 miljarder kronor. Avkastningen har alltså överstigit avgiftsinbetalningarna med fyra miljarder kronor, se diagram 6 nedan.

Diagram 6. Fondens uppbyggnad sedan 1982 (mdkr)



Kärnavfallsavgiften utgör en viktig del av energibolagens driftkostnader för kärnkraft. Enligt utredningen om finansiering och riskdelning vid investeringar i ny kärnkraft (Fi 2023:F) beräknas kärnavfallsavgiften för ny kärnkraft uppgå till cirka 15 procent av de totala driftskostnaderna.¹² Avkastningen från Kärnavfallsfonden bidrar därför till att hålla nere energibolagens driftskostnader eftersom den sänker kärnavfallsavgiften. Detta ökar i sin tur lönsamheten för

¹² Se Fi 2023:F, *Finansiering och riskdelning vid investeringar i ny kärnkraft*, tabell 5.1, sidan 88.



befintliga reaktorer, vilket minskar risken för förtida nedläggningar och förbättrar lönsamheten för investeringar i befintlig kärnkraft, som till exempel livstidsförlängningar.



5. Kärnavfallsfondens förslag och överväganden

5.1. Placeringar i kreditobligationer med låg risk bör tillåtas enligt 8 § (i basportföljen)

Kärnavfallsfondens förslag: Det ska bli tillåtet att investera i likvida skuldförbindelser (kreditobligationer) med låg kreditrisk enligt 8 § i förvaltningsförordningen.

Skälen för Kärnavfallsfondens förslag

Införandet av Kärnavfallsfondens nuvarande placeringsregler i förvaltningsförordningen innebar att Kärnavfallsfonden fick möjlighet att placera en viss andel av kapitalet i mer riskfyllda tillgångar med högre förväntad avkastning. Det har gett ett stort positivt bidrag till fondens totala avkastning under perioden 2019–2024, utan att risken har ökat i någon större utsträckning (se avsnitt 3.3). Det senare förklaras av att det finns betydande diversifieringseffekter mellan tillgångarna som har bidragit till att hålla nere risken på totalnivå.

Kärnavfallsfondens placeringsregler är – även med den utvidgning som beskrivs ovan – mycket konservativa. I den nuvarande lydelsen av förvaltningsförordningen finns bland placeringsreglerna en lagfäst riskbegränsningsregel som anger att minst 60 procent av varje tillståndshavares medel ska vara placerade på konto i Riksgälden, i skuldförbindelser utfärdade av staten, i skuldförbindelser utgivna enligt lagen (2003:1223) om utgivning av säkerställda obligationer eller i vissa därmed jämförbara derivatinstrument. Som framgår i avsnitt 4.1 är det en mycket konservativ begränsning jämfört med andra statliga kapitalförvaltande myndigheter med lång placeringshorisont, som till exempel AP-fonderna. Även jämfört med internationella motsvarigheter är Kärnavfallsfondens placeringsregler konservativa, vilket framgår av diagram 2 i avsnitt 4.1.

En riskbegränsningsregel av ovan nämnda slag är ett trubbigt verktyg för riskkontroll, eftersom det leder till en ökad polarisering av portföljrisker och sämre möjligheter till diversifiering. Det framgår av avsnitt 4.2 som visar att det går att öka andelen mer riskfyllda – och därmed mer högavkastande – tillgångar i portföljen utan att risken ökar på totalnivå. Det beror bland annat på att det finns stora diversifieringsmöjligheter mellan tillgångarna i portföljen som den nuvarande portföljen inte kan utnyttja på grund av begränsningsregeln. Genom att ändra begränsningsregeln är det således möjligt att öka den förväntade avkastningen i portföljen till oförändrad risk.

Analysen i avsnitt 4.2 visar att det går att åstadkomma en mer effektiv portföljsammansättning genom en högre andel kreditobligationer med låg kreditrisk¹³ samt en lägre andel statsobligationer och säkerställda obligationer. Eftersom detta inte är tillåtet enligt nuvarande placeringsregler, föreslår Kärnavfallsfonden att 8 § förvaltningsförordningen ändras så att det

¹³ En vanlig tolkning av "låg kreditrisk" är att emittenten eller obligationen har ett kreditbetyg på minst "investment grade", vilket innebär minst BBB- hos kreditvärderingsinstitutet S&P eller Baa3 hos kreditvärderingsinstitutet Moody's. Se även författningskommentarerna i avsnitt 8.



blir tillåtet att investera i likvida skuldförbindelser (kreditobligationer) med låg kreditrisk i den del av portföljen som i dag innehåller kassa, statsobligationer, säkerställda bostadsobligationer och i vissa därmed jämförbara derivatinstrument. Detta innefattar till exempel företagsobligationer och obligationer utgivna av mellanstatliga organisationer. Lösningen innebär att den effektiva portföljen kan uppnås, samtidigt som den nuvarande strukturen i förvaltningsförordningen kan bibehållas, med en bestämmelse för delportföljen med lägre risk (8 §) och en annan bestämmelse för delportföljen med högre risk (9 §). Det ger dessutom en mer traditionell uppdelning av fonden mellan räntebärande tillgångar respektive aktier.

Det främsta skälet till Kärnavfallsfondens förslag är att det möjliggör en högre förväntad avkastning i fonden till oförändrad risk. Som framgår av avsnitt 4.4 är avkastningen i fonden viktig eftersom den bidrar till lägre kärnavfallsavgifter. Dessa utgör i sin tur en väsentlig del av energibolagens driftskostnader för kärnkraft. En ökad avkastning i fonden bidrar därför till att hålla nere energibolagens driftskostnader och öka lönsamheten för befintliga reaktorer. Det minskar risken för förtida nedläggningar och förbättrar lönsamheten för investeringar i befintlig kärnkraft, som till exempel livstidsförlängningar.

Möjligheten att investera i dessa typer av skuldförbindelser bör inte vara begränsad till att instrumenten är utgivna i en viss valuta. Mot bakgrund av den generella internationalisering som skett på finansmarknaderna de senaste årtiondena, i synnerhet sett tillsammans med den harmonisering av de finansiella regelverken som skett inom EES, finns typiskt sett goda skäl för större institutionella investerare att placera på andra marknader än den svenska. Särskilt för kreditobligationer är det tydligt att den svenska marknaden är begränsad i ett internationellt perspektiv. För att identifiera relevanta placeringsalternativ, säkerställa god riskdiversifiering och underlätta den praktiska hanteringen av en förhållandevis stor kreditportfölj är det viktigt att mandatet inte begränsas till obligationer utgivna i svenska kronor. Det bör även omfatta motsvarande värdepapper i utländsk valuta.

En ytterligare fördel med större möjligheter till utländska placeringar är att det underlättar valutamatchning gentemot finansieringssystemets skuldsida (se avsnitt 4.3). Enligt dagens placeringsregler kan valutamatchning i princip endast göras så länge som tillståndshavarna har kvar andelar i den långsiktiga portföljen (dvs. i den del av portföljen som regleras av 9 § förvaltningsförordningen). Genom att tillåta kreditobligationer i såväl svenska kronor som utländsk valuta även i basportföljen (dvs. i den delportfölj som regleras av 8 § i förvaltningsförordningen) är det dock möjligt att matcha finansieringssystemets tillgångar och skulder i utländsk valuta under systemets hela återstående livstid. Eftersom behovet av valutamatchning är större i slutet av finansieringssystemets livstid innebär detta betydande förbättring (se avsnitt 4.3).

5.2. 20-årsregeln bör ändras till 10 år

Kärnavfallsfondens förslag: Begränsningsregeln om hur stor andel av kärnavfallsfondens medel som ska vara placerad i räntebärande tillgångar med låg risk ska avse 10 år i stället för 20 år.



Skälen för Kärnavfallsfondens förslag

Den riskbegränsningsregel som finns i förvaltningsförordningen har ytterligare en beståndsdel utöver vad som beskrivs ovan. Denna anger att för varje tillståndshavares andel av fondmedlen ska ett belopp som motsvarar summan av det diskonterade värdet av de förväntade nettoutbetalningarna av fondmedel under de kommande 20 åren vara placerade på konto i Riksgälden, i skuldförbindelser utfärdade av staten, i säkerställda obligationer eller i vissa därmed jämförbara derivatinstrument (dvs. i basportföljen). Det innebär att andelen fondmedel som måste placeras på detta sätt kommer att behöva öka över tid – från miniminivån 60 procent till 100 procent. Det betyder omvänt att andelen högavkastande tillgångar kommer att behöva minska. Detta illustreras i diagram 4 i avsnitt 4.2.2.

För de flesta tillståndshavare beräknas denna ombalansering från högavkastande tillgångar till lågavkastande tillgångar att påbörjas om cirka 10 år. För vissa tillståndshavare har ombalanseringen dock redan påbörjats eller till och med slutförts. Det innebär, enligt Kärnavfallsfondens bedömning, en alltför tidig och snabb nedtrappning av andelen högavkastande tillgångar, sett till finansieringssystemets kvarvarande livslängd. Följden blir ett stort bortfall i förväntad avkastning i förhållande till den risknedtrappning som 20-årsregeln innebär. En indikation på detta ges i avsnitt 3.3 som visar att införandet av den långsiktiga portföljen innebar ett stort positivt bidrag till fondens avkastning, samtidigt som risken endast ökade måttligt. En utfasning av den långsiktiga portföljen kommer följaktligen att innebära det omvända.

Mot bakgrund av detta föreslår Kärnavfallsfonden att 20-årsregeln ändras till att avse 10 år för att göra det möjligt för tillståndshavarna att behålla en högre andel aktieexponering under längre tid. Som framgår av diagram 5 i avsnitt 4.2.2 innebär detta att aktieandelen kan hållas konstant i ytterligare 40 år innan avtrappningen måste påbörjas. Det höjer den förväntade avkastningen i fonden sett över finansieringssystemets hela livstid och innebär en mer välavvägd nedtrappning av risk sett utifrån tillståndshavarnas placeringshorisont, behov av nedtrappning och kostnad för densamma.

5.3. Behov av förordningsändringar i övrigt

Kärnavfallsfondens förslag: Möjligheten att placera kärnavfallsfondens medel enligt 8 § förvaltningsförordningen ska dessutom utökas till:

- konto i ett kreditinstitut eller utländskt kreditinstitut,
- skuldförbindelser utfärdade av utländsk stat,
- utländska skuldförbindelser som motsvarar sådana som är utgivna enligt lagen (2003:1223) om utgivning av säkerställda obligationer,
- likvida penningmarknadsinstrument, förutsatt att kreditrisken är låg eller att de uppfyller kraven i 5 kap. 4 § LVF,
- sådana fondandelar som avses i 9 § 4, förutsatt att fonden placerar i sådana tillgångar som är tillåtna enligt 8 § eller i andra fonder som i sin tur gör sådana placeringar, och
- derivatinstrument vars underliggande tillgångar antingen är skuldförbindelser eller penningmarknadsinstrument som är tillåtna enligt 8 §, eller som hänför sig till



växelkurser, utländska valutor eller finansiella index när det gäller räntesatser eller valutor.

Som en följd av förslagen föreslås även vissa konsekvensändringar i 10, 14, 15, 16 och 19 §§.

Skälen för Kärnavfallsfondens förslag

För att till fullo kunna uppnå avsedda effekter (se avsnitt 4.2 och 4.3) med förslaget i avsnitt 5.1 krävs ett antal ytterligare justeringar av de investeringsbegränsningar som gäller för den andel av kärnavfallsfonden som regleras av 8 § (basportföljen). Dessa krävs primärt för att möjliggöra och underlätta handel med kreditobligationer samt säkerställa att det finns en relevant och konkurrensutsatt marknad för fondens investeringar. De närmare skälen för respektive tillgångsslag redogörs för i det följande.

Behovet av utländska investeringsalternativ

Eftersom Kärnavfallsfondens huvudsakliga förslag är att tillåta investeringar i kreditobligationer med låg kreditrisk enligt 8 § i förvaltningsförordningen, och att förslaget inte är begränsat till obligationer utgivna i viss valuta, är det naturligt att även övriga tillåtna tillgångsslag enligt 8 § omfattar utländska värdepapper och valutor. Det kan jämföras med placeringar enligt 9 § som inte har några sådana begränsningar. Med fler investeringsmöjligheter finns bättre förutsättningar att hitta relevanta placeringsalternativ som svarar mot önskad risknivå, marknadsexponering, riskdiversifiering, effektivitet, pris med mera. Detta kan förväntas öka fondens möjligheter att upphandla kostnadseffektiva placeringsalternativ som svarar mot fondens särskilda förutsättningar vilket i det större perspektivet kan väntas leda till högre avkastning.

Det övergripande målet för förvaltningen av medlen i kärnavfallsfonden är att de ska förvaltas aktsamt för att säkerställa finansieringen av de framtida kostnader som avgifterna är avsedda för (13 § finansieringslagen och 7 § förvaltningsförordningen). Av denna aktsamhetsprincip följer bland annat att tillgångarna ska placeras på det sätt som bäst gagnar de ersättningsberättigades intressen och som tillförsäkrar säkerhet, kvalitet, likviditet och lönsamhet för den samlade portföljen. Investeringar får endast göras i tillgångar vars risker kan identifieras, mätas och hanteras, och som har god säkerhet och likviditet. Placeringarna ska spridas över olika tillgångsslag, marknader, branscher och emittenter för att undvika att enskilda engagemang får en betydande påverkan på totalavkastningen. Tillgångarna ska dessutom placeras med beaktande av åtagandenas typ och varaktighet i enlighet med den så kallade matchningsprincipen. Vidare följer av aktsamhetsprincipen att ett placeringsbeslut inte kan betraktas isolerat och att enskilda placeringsbeslut måste grunda sig på vilka effekter som beslutet förväntas få för verksamheten i sin helhet.

Även om det alltså, som framförs i denna hemställan, finns skäl att på flera sätt utöka fondens placeringsmandat, kommer aktsamhetsprincipen begränsa styrelsens handlingsutrymme på flera sätt. Det innebär exempelvis att även om möjligheterna att investera i utländska värdepapper utökas så finns det inneboende begränsningar i vad detta innebär i praktiken i frågan om till exempel val av jurisdiktion eller transaktionskomplexitet.



Placeringar av medel på konto

Det bör finnas en möjlighet att ha medel på konto i svenska och utländska kreditinstitut, utöver på konto hos Riksgälden. Skälet till detta är primärt att det underlättar likviditetshanteringen och kan vara en förutsättning för placering av medel i värdepapper vars likvidflöden sker från utländska kreditinstitut.

Statspapper och säkerställda obligationer

Eftersom investeringar i kreditobligationer inte föreslås vara begränsad till viss valuta (se avsnitt 5.1) bör motsvarande gälla för placeringar i statspapper och säkerställda obligationer, av motsvarande skäl. Vidare skulle innehav i utländska statspapper och säkerställda obligationer förbättra möjligheten till matchning av kommande kostnader i utländsk valuta med likvida och säkra tillgångar i samma valuta.

När det gäller säkerställda obligationer är det dessutom möjligen ett förbiseende vid förvaltningsförordningens tillkomst att inte möjligheten till placeringar i dess utländska motsvarigheter kommit till uttryck i 8 §. Bestämmelsen kan jämföras med koncentrationsregeln i 11 § andra stycket 3 a, som synes ha förutsatt att även utländska motsvarigheter skulle kunna vara aktuella.

Penningmarknadsinstrument

Enligt definitionerna i förvaltningsförordningen utgör penningmarknadsinstrument en särskild slags tillgång skild från skuldförbindelser i övrigt eller andra slags överlåtbara värdepapper (se hänvisningen i 2 § förvaltningsförordningen och 1 kap. 1 § 22 och 26 LVF). Två exempel på penningmarknadsinstrument är riksbankscertifikat respektive företagscertifikat. Kännetecknande för penningmarknadsinstrumenten är att de omsätts på penningmarknaden och att de är relativt kortfristiga. Som framgår av exemplen ovan kan olika slags emittenter förekomma.

Kärnavfallsfonden har i en tidigare hemställan begärt att fondens medel ska kunna placeras i riksbankscertifikat och redogjort för behovet av detta (se skrivelse dnr KAF 3.1-39-2020). Detta behov kvarstår.

I avsnitt 5.1 i förevarande hemställan föreslås att kärnavfallsfondens medel ska kunna placeras i kreditobligationer med låg kreditrisk. Av de skäl som berörs i det avsnittet finns det även ett behov av att kunna investera i till exempel företagscertifikat, som alltså har en kortare löptid än kreditobligationer. Ytterligare ett skäl för att möjliggöra placeringar i företagscertifikat är att det ger förbättrade möjligheter till likviditetshantering utöver placering på konto och dessutom medför en viss avkastning i samband med detta.

Med tanke på att såväl riksbankscertifikat som företagscertifikat inryms i kategorin penningmarknadsinstrument föreslås att 8 § förvaltningsförordningen ändras på så sätt att kärnavfallsfondens medel ska kunna placeras även i penningmarknadsinstrument. För en sådan placering ska det dock krävas att instrumentet i fråga är likvitt, vilket gäller för placeringar enligt 9 §. Därutöver ska det som huvudregel krävas att kreditrisken är låg, vilket är samma krav som föreslås när det gäller kreditobligationer (se avsnitt 5.1).



För riksbankscertifikat och andra penningmarknadsinstrument som har getts ut av offentliga organ eller mellanstatliga organisationer finns det dock inte skäl att tillämpa något krav när det gäller kreditrisken. I stället framstår det som lämpligt att ställa motsvarande krav som gäller för en värdepappersfonds placering av medel när det gäller penningmarknadsinstrument som inte är föremål för handel på en marknadsplats (se 5 kap. 4 § LVF). Dessa krav möjliggör investeringar i bland annat certifikat som har getts ut en centralbank i ett land inom EES. Således föreslås att kärnavfallsfondens medel, oavsett kreditrisk och oavsett om handel på en handelsplats sker eller inte, ska kunna placeras även i sådana likvida penningmarknadsinstrument som uppfyller kraven i 5 kap. 4 § LVF. Eftersom kärnavfallsfondens medel i viss utsträckning får placeras i andelar i värdepappersfonder (se 9 § 4 förvaltningsförfordningen), framstår det som en lämplig författningsteknisk lösning att hänvisa till de placeringsregler som gäller för sådana fonder.

Fondandelar

De förslag på ytterligare tillåtna tillgångsslag i den del av portföljen som har lägre risk (8 §) och som redogjorts för ovan avser direkta investeringar i sådana tillgångar. I vissa fall kan det dock vara ett mer kostnadseffektivt sätt att göra denna typ av investeringar genom fonder eftersom det typiskt sett förenklar den operationella hanteringen av en investering.

Vid placering av kärnavfallsfondens kapital enligt 8 § bör det därför även vara möjligt att investera i sådana fonder som är tillåtna enligt 9 § 4 förvaltningsförfordningen. För att inte förändra risk- eller avkastningsprofil för den del av medlen som placeras enligt 8 § genom sådana placeringar bör detta dock endast gälla under förutsättning att den aktuella fonden enbart investerar i sådana tillgångar som är tillåtna enligt 8 § eller i andelar i andra fonder som i sin tur gör sådana placeringar (s.k. fond-i-fond). Detta skulle till exempel möjliggöra placeringar i räntefonder i stället för att Kärnavfallsfonden köper räntebärande skuldförbindelser direkt.

Derivatinstrument

Enligt 8 § första stycket 4 förvaltningsförfordningen får kärnavfallsfondens medel placeras dels i derivatinstrument vars underliggande tillgångar är skuldförbindelser utfärdade av staten eller säkerställda obligationer, dels i derivatinstrument som hänför sig till räntesatser i svenska kronor. Närmare bestämmelser om derivatinstrument finns i 14–18 §§.

Med tanke på förslagen ovan när det gäller placering i statspapper, andra skuldförbindelser och penningmarknadsinstrument finns det skäl att göra en följdändring i 8 § förvaltningsförfordningen på så sätt att alla dessa tillgångar ska kunna utgöra underliggande tillgångar för derivatinstrument.

Därutöver har Kärnavfallsfonden ett behov av att kunna använda sig av valutaterminer i syfte att hantera risken för framtida växelkursförändringar. Det kan här nämnas att fonden kan ha såväl tillgångar som framtida utgifter i både svenska kronor och utländsk valuta. Det nu aktuella syftet överensstämmer med det krav som gäller enligt 14 § förvaltningsförfordningen. För att möjliggöra användningen av valutaterminer föreslås därför att placering ska kunna göras även i derivatinstrument som avser växelkurser, utländska valutor eller finansiella index när det gäller räntesatser eller valutor.



När det gäller derivatinstrument som avser räntesatser finns det inte skäl för att bestämmelsen ska vara begränsad till enbart svenska kronor.

Följdändringar i övrigt

Utöver de nu nämnda förslagen finns det ett behov av vissa följdändringar i i 10, 14, 15, 16 och 19 §§ förvaltningsförordningen (se författningskommentaren i avsnitt 8).



6. Ikraftträdande och övergångsbestämmelser

Kärnavfallsfondens förslag: Förordningsändringarna ska träda i kraft den 1 juli 2026.

Kärnavfallsfondens bedömning: Det finns inte något behov av övergångsbestämmelser.

Skälen för Kärnavfallsfondens förslag

Det är angeläget att förordningsändringarna kan träda i kraft så snart som möjligt. De nya bestämmelserna föreslås träda i kraft senast den 1 juli 2026.

Det finns inte något behov av övergångsbestämmelser.



7. Konsekvenser av förslaget

7.1. Effekter för kärnavfallsfondens avkastning

Kärnavfallsfonden föreslår i denna promemoria att förvaltningsförordningen ändras så att det blir tillåtet att investera i kreditobligationer med låg kreditrisk i den del av portföljen som i dag endast får innehålla kassa, statsobligationer, säkerställda obligationer och vissa därmed jämförbara derivatinstrument (8 § i förvaltningsförordningen). En sådan ändring innebär att det blir möjligt att investera i en portfölj som har högre förväntad avkastning än den nuvarande portföljen, men med oförändrad risk. Meravkastningen uppgår till 0,5 procentenheter per år eller motsvarande 410 miljoner kronor beräknat på ett kapital på 82 miljarder kronor.¹⁴ Om man bibehåller en restriktion på 15 procent för hur mycket som måste investeras i statspapper eller säkerställda obligationer blir meravkastningen 0,35 procentenheter per år.

Kärnavfallsfonden förslår vidare att förvaltningsförordningen ändras så att den begränsningsregel som anger hur mycket som ska vara placerat i räntebärande tillgångar med låg risk minskas från 20 till 10 år. Det innebär att tillståndshavarna kan bibehålla en högre andel aktier under längre tid (40 år med full allokering till aktier jämfört med 10 år). Sammantaget innebär dessa två förändringar att nuvärdet av fondens förväntade avkastning över finansieringssystemets livstid ökar med cirka 15 miljarder kronor.

7.2. Effekter för tillståndshavarna

Avkastningen i kärnavfallsfonden är en viktig del i finansieringen av omhändertagandet och slutförvaret av kärntekniska restprodukter (se avsnitt 4.4). Om avkastningen ökar innebär det, allt annat lika, att tillståndshavarna får lägre kärnavfallsavgifter. Avgifterna minskar i samma omfattning som avkastningen ökar – totalt 15 miljarder kronor över hela finansieringssystemets löptid. Detta kan jämföras med den beräknade återstående kostnaden för slutförvaret, som enligt Riksgäldens senaste uppskattning uppgår till 106 miljarder kronor.¹⁵ De föreslagna ändringarna bidrar således till att hålla nere energibolagens driftskostnader och öka lönsamheten för befintliga reaktorer. Om avkastningen i kärnavfallsfonden ökar, utan att diskonteringskurvan som används i beräkningarna av kärnavfallsavgifterna ändras, leder detta – allt annat lika – till att finansieringssystemet blir fullfinansierat redan innan kärnavfallsprogrammet är avslutat. Det får till följd att de förväntade kärnavfallsavgifterna kommer att behöva sänkas över tid, för att så småningom upphöra helt.

7.3. Effekter för staten

Staten har ett sistahandsansvar för kärnavfallshanteringen. Om avkastningen i kärnavfallsfonden ökar, utan att diskonteringskurvan ändras, leder detta till att finansieringssystemet blir

¹⁴ Fondens värde i slutet av 2024.

¹⁵ Riksgälden (2024): *Konsekvensanalys av ändrat drifttidsantagande*. (Dnr 2024/8). Uppgifterna är hämtade från scenariot med 60 års driftstid.



fullfinansierat redan innan kärnavfallsprogrammet är avslutat, se diskussionen ovan. Från statens sida innebär detta att risken för finansieringssystemet minskar.



8. Författningskommentar

Förslaget till förordning om ändring i förordningen (2017:1180) om förvaltningen av kärnavfallsfondens medel

3 §

Paragrafen innehåller definitioner av sådana ord och uttryck som används i förordningen och som ska ha samma innebörd som i lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden. I paragrafen tas en definition av uttrycket utländskt kreditinstitut in. Tillägget är en följd av ändringen i 8 § första stycket 1.

8 §

Paragrafen innehåller bestämmelser om hur en övervägande del, åtminstone 60 procent, av fondmedlen ska placeras. Övervägandena finns i avsnitten 5.1–5.3.

I *första stycket första ledet* av paragrafen görs en ändring när det gäller beräkningsgrunden för hur stor del av fondmedlen som ska omfattas av bestämmelserna i paragrafen. Ändringen, som avser tidsperioden för beräkningen (se avsnitt 5.2), innebär att beräkningen ska utgå från innevarande kalenderår och de närmast följande nio kalenderåren, i stället för de närmast följande nitton kalenderåren åren som i den hittillsvarande lydelsen av paragrafen. Bestämmelsen innebär således att ett belopp som motsvarar nuvärdet (det diskonterade värdet) av de förväntade nettoutbetalningarna ur fonden under en tioårsperiod ska vara placerade på visst sätt. De tillåtna placeringarna anges i bestämmelserna i punktuppställningen i första stycket.

Enligt *första stycket andra ledet* gäller att åtminstone 60 procent av fondmedlen ska vara placerade enligt bestämmelserna i punktuppställningen i första stycket.

I *punkten 1*, som gäller placeringar på konto görs tillägg med innebörd att medel får placeras på konto i kreditinstitut och utländskt kreditinstitut, utöver hos Riksgälden. Innebörden av ordet kreditinstitut och uttrycket utländskt kreditinstitut följer av definitionen i 3 §.

Av tilläggen i *punkten 2* följer att placeringar får ske även i skuldförbindelser utfärdade av en utländsk stat och inte enbart i svenska statspapper. Såväl långfristiga statspapper (statsobligationer) som kortfristiga statspapper (statsskuldsväxlar och liknande instrument) omfattas. Skuldförbindelser utfärdade av en centralbank, såsom Riksbanken, utgör dock inte statspapper. Sådana skuldförbindelser kan däremot under vissa förutsättningar omfattas av punkten 5.

Genom tillägget i *punkten 3* utökas tillämpningsområdet till utländska motsvarigheter till skuldförbindelser som är utgivna enligt lagen (2003:1223) om säkerställda obligationer. Lydelsen motsvarar hur bestämmelsen om emittentkoncentration har utformats i 11 § andra stycket 3 a förvaltningsförordningen och motsvarande uttryck förekommer även i till exempel 5 kap. 6 § andra stycket 2 LVF.



Punkten 4, som är ny, gäller placeringar i andra likvida skuldförbindelser än de statspapper och säkerställa obligationer som avses i punkterna 2 och 3. Skälen redovisas primärt i avsnitt 5.1. Utformningen av bestämmelsen överensstämmer med regleringen i till exempel 4 § 1 lagen (1998:1757) om förvaltning av vissa fonder inom socialförsäkringsområdet.

Kravet på att skuldförbindelsen är likvid har samma innebörd som motsvarande krav i 9 § första ledet förvaltningsförordningen. Därutöver krävs att kreditrisken i skuldförbindelsen är låg, dvs. att risken för att emittenten inte kan fullgöra sina åtaganden (även kallad emittentrisken) är låg. Detta krav tar främst sikte på den kreditvärdering som har gjorts när det gäller emittenten eller skuldförbindelsen. När det gäller skuldförbindelser från företag och organisationer förutsätts således att de har en tillräckligt hög kreditvärdering. Med detta avses emittenter eller skuldförbindelser som genom sitt kreditbetyg betecknas som "investment grade", dvs. låntagare eller skuldförbindelser som har en kreditvärdering på nivå A (AAA, AA, A eller motsvarande) eller trippel B (BBB eller motsvarande). På samma sätt som gäller för bland annat fondbolag ska Kärnavfallsfonden dock inte ensidigt eller mekaniskt förlita sig på kreditbetyg som har utfärdats av kreditvärderingsinstitut för att bedöma kreditvärdigheten hos fondens tillgångar. I stället bör en självständig prövning av kreditrisken göras.

Bestämmelsen begränsar sig inte till att skuldförbindelsen ska vara utgiven i en viss valuta eller att emittenten ska ha viss hemvist, varför det till exempel skulle vara möjligt att placera i skuldförbindelser i såväl svenska kronor som utländska valutor.

Av en hänvisning i 2 § till LVF följer att penningmarknadsinstrument inte utgör skuldförbindelser eller andra slags överlåtbara värdepapper (se 1 kap. 1 § 22 och 26 LVF). Penningmarknadsinstrument omfattas därför inte av förevarande punkt (se däremot punkten 5). Det ställs inte heller något krav på att skuldförbindelsen ska ha emitterats av ett visst slags företag, organisation eller annan emittent. Ett exempel på en skuldförbindelse som avses i bestämmelsen är en företagsobligation (även kallad kreditobligation). Ett annat exempel är en skuldförbindelse som har emitterats av en mellanstatlig organisation eller en institution eller ett organ inom EU. Vissa sådana organisationer eller organ ingår i den grupp som ibland benämns SSA-gruppen.¹⁶

Punkten 5, som är ny, gäller placeringar i penningmarknadsinstrument (se även 9 § 2 och definitionen i 2 §, jfr författningskommentaren till punkten 4). Det är endast sådana instrument som inte avses i punkten 2 i förevarande paragraf som omfattas av förevarande punkt. Eftersom statsskuldsväxlar har getts ut av en stat, omfattas således sådana instrument i stället av punkten 2.

En första förutsättning är att instrumentet är likvitt (se ovan när det gäller punkten 4, jfr definitionen i 1 kap. 1 § första stycket 22 LVF till vilken 2 § hänvisar).

¹⁶ Sovereign, Supranational and Agency.



En placering enligt *underpunkten a*, till exempel i ett företagscertifikat, förutsätter dessutom att kreditrisken är låg. Detta krav har samma innebörd som i punkten 4 (se författningskommentaren till den punkten).

För en placering enligt *underpunkten b* förutsätts i stället att kraven i 5 kap. 4 § LVF är uppfyllda. Det innebär att emittenten måste vara av det slag som anges i den paragrafen, till exempel en centralbank såsom Riksbanken, samt att reglerna för emissionen eller emittenten av instrumenten medför ett särskilt skydd för investeraren. Vid placeringar av nu aktuellt slag gäller inte något krav på att instrumentet i fråga ska handlas på en handelsplats (se undantaget i 10 § andra stycket).

Bestämmelsen i punkten 5 begränsar sig inte till att instrumentet ska vara utgivet i en viss valuta eller att emittenten ska ha viss hemvist, vilket bland annat betyder att placeringar skulle vara möjliga i penningmarknadsinstrument i såväl svenska kronor som utländsk valuta.

Punkten 6, som är ny, gäller placeringar i fondandelar. De slags fonder som kan komma på fråga är desamma som anges i 9 § 4. Därutöver krävs att fonden i praktiken placerar medel endast på sådana konton som avses i punkten 1, i sådana tillgångar som avses i punkterna 2–5 eller 7 eller i andelar i en annan fond av samma slag. I praktiken är det således vissa slags räntefonder eller fond-i-fonder som placerar i sådana räntefonder som kommer på fråga för placeringar enligt bestämmelsen. Bestämmelsen medger alltså att placeringar i vissa slags skuldförbindelser med mera görs indirekt genom vissa kategorier av fonder i stället för direktinvesteringar i sådana tillgångar.

Punkten 7 motsvarar punkten 4 i den hittillsvarande lydelsen av paragrafen. Som en konsekvens av ändringarna i punkterna 4 och 5 görs dock ett tillägg i *underpunkten a* när det gäller derivatinstrument som är knutna till sådana skuldförbindelser respektive penningmarknadsinstrument som avses i dessa bestämmelser. Därutöver tas i *underpunkten b* begränsningen till svenska kronor bort när det gäller derivatinstrument som avser räntesatser. En uppställning med underpunkter och strecksatser införs i bestämmelsen. Vidare görs ett tillägg på så sätt att placeringar enligt paragrafen även ska kunna göras i derivatinstrument som avser växelkurser, utländska valutor eller finansiella index när det gäller räntesatser eller valutor. Tillägget möjliggör således placeringar i bland annat derivatinstrument som är knutna till växelkursförändringar, såsom valutaterminer.

För placering i derivatinstrument enligt förevarande paragraf krävs även att instrumentet omsätts på det sätt som avses i 15 § andra stycket eller uppfyller kraven i 16 § (se de ändringar som föreslås i dessa paragrafer).

10 §

Paragrafen innehåller bestämmelser med krav på notering eller handel när det gäller överlåtbara värdepapper och penningmarknadsinstrument.

Skuldförbindelser ingår i kategorin överlåtbara värdepapper (se hänvisningen i 2 § och definitionen i 1 kap. 1 § första stycket 26 b LVF). Detta förhållande förtydligas genom att orden "skuldförbindelser och andra" läggs till före "överlåtbara värdepapper".



I *första ledet* av paragrafen läggs placeringar enligt 8 § första stycket 4 och 5 till bland de placeringar som omfattas av kraven. Det innebär att en placering i sådana skuldförbindelser som avses i 8 § första stycket 4 förutsätter att skuldförbindelsen är eller inom ett år från emissionen avses bli antingen upptagen till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför EES, eller är föremål för regelbunden handel vid någon annan marknad som är reglerad och öppen för allmänheten. I fråga om placering i penningmarknadsinstrument enligt 8 § första stycket 5 förutsätts att instrumentet redan är upptaget till handel eller föremål för handel på detta sätt, och inte att det enbart avses att bli det. För sådana instrument finns dock ett undantag i andra stycket.

Andra stycket, som är nytt, innebär att kraven på notering eller handel enligt första stycket inte är tillämpligt på sådana penningmarknadsinstrument som avses i 8 § första stycket 5 b. Undantaget avser således instrument som uppfyller kraven i 5 kap. 4 § LVF, såsom instrument som har getts ut av en centralbank. Regleringen motsvarar således den som gäller för en värdepappersfonds placering av medel enligt nämnda bestämmelse.

14 §

Paragrafen innehåller en bestämmelse om syftet med användningen av derivatinstrument i förvaltningen. I paragrafen görs en följdändring med anledning av den omnumrering som görs i punktuppställningen i 8 § första stycket.

15 §

Paragrafen innehåller krav när det gäller användningen av derivatinstrument i förvaltningen. I *första stycket* görs en följdändring i fråga om hänvisningen till 10 §. Följdändringen sker med anledning av att ett nytt andra stycke tas in i 10 §. *Andra stycket*, som är nytt, innebär att även derivatinstrument som är föremål för placering enligt 8 § första stycket 7 måste uppfylla kravet på att instrumentet omsätts på det sätt som avses i 10 § (jfr första stycket 1). Från detta krav finns dock ett undantag i 16 §.

16 §

Paragrafen innehåller undantag från kraven enligt 15 § när det gäller användningen av derivatinstrument i förvaltningen. I paragrafen görs följdändringar med anledning av att ett nytt andra stycke tas in i 15 §. Ändringarna innebär att det även i fråga om placeringar i derivatinstrument enligt 8 § första stycket 7 är möjligt att göra undantag från kravet på att instrumentet i fråga omsätts på det sätt som avses i 10 §. För att undantag ska få göras, behöver kraven i punkterna 1 och 2 i förevarande paragraf vara uppfyllda. Under dessa förutsättningar ger paragrafen således utrymme för att s.k. OTC-derivat används i förvaltningen.

19 §

Paragrafen innehåller bestämmelser om begränsning av emittentrisker. I bestämmelsen läggs placeringar på konto i ett kreditinstitut eller utländskt kreditinstitut till. Det innebär att exponeringsbegränsningen är tillämplig även i förhållande till sådana placeringar. Ändringen är en konsekvens av tillägget om sådana placeringar i 8 § första stycket 1.