

Norwegen.

Wie ein Staatsfonds zur Blaupause wurde.

Dr. Josef Obergantschnig

26. Juni 2026

Impressum

Herausgeber: Dr. Josef Obergantschnig

Stattegg bei Graz, Steiermark

obergantschnig@obergantschnig.at

Reihe: Investmentstrategien, Fondsstudien

Studie Nr. 1: Government Pension Fund Global (GPFG)

Erscheinungsdatum: 19. Juni 2026

KI-Unterstützung: Dieses Whitepaper wurde mit Unterstützung von KI erstellt. Alle inhaltlichen Aussagen, Wertungen und Schlussfolgerungen stammen vom Autor. Die KI diente ausschließlich als Recherche- und Strukturierungshilfe.

Datenquellen:

Primärquellen (Norwegen): Norges Bank Investment Management (NBIM) · Annual Report 2025 · Return and Risk 2025 · Active Ownership Report · Ownership Policy 2025 · Norwegian Ministry of Finance · White Papers (Meld. St. 2, 2017-2025) · Lov om Statens pensjonsfond (Government Pension Fund Act, 2005) · Lov om Norges Bank (Norges Bank Act, 1985/2019) · Norges Bank (Sentralbank, Historical Overview 1990-2025) · Statens pensjonsfond utland · Folketrygdfondet · Petoro AS · Statistics Norway · norskpetroleum.no · Mork-Kommission (NOU 2016:20)

Internationale Quellen: FTSE Russell · Bloomberg · IMF (World Economic Outlook) · OECD · World Economic Forum (Global Risks Reports 2019-2026) · Yale Investments Office · Harvard Management Company · International Forum of Sovereign Wealth Funds (IFSWF) · Santiago Principles (IWG-SWF) · SWFI Linaburg-Maduell Transparency Index · Morningstar · Visual Capitalist / Global SWF

Akademische Literatur: Bernstein („Against the Gods“, 1996) · Markowitz („Portfolio Selection“, 1952) · Sharpe („Capital Asset Prices“, 1964) · Fama / French („Common Risk Factors“, 1993; „A five-factor asset pricing model“, 2015) · Bogle („Common

Sense Investing", 2007) · Brinson / Hood / Beebower („Portfolio Performance", 1986; 1991) · Ang / Goetzmann / Schaefer (Norwegian GPFM Active Management, 2009) · Ang („Asset Management", 2014) · Harris / Jenkinson / Kaplan (PE Performance, 2014) · Fung / Hsieh (Hedge Fund Returns, 2004) · Bessembinder (Stocks vs. Treasuries 2018, 2023)

Praktische Anwendungs-Literatur (deutschsprachig): Bomsdorf, Clemens („So werden Sie reich wie Norwegen", Campus Verlag 2018) als Standardreferenz für die Übersetzung des GPFM-Modells in eine Anleitung für Privatanleger im deutschsprachigen Raum · Bomsdorf, Clemens („So einfach werden Sie reich", Campus Verlag 2020) als Folgewerk mit Sparplan- und ETF-Fokus

Vollständige Einzelnachweise im Literaturverzeichnis am Ende des Dokuments.

Haftungsausschluss: Dieses Dokument dient ausschließlich Informations- und Bildungszwecken. Es stellt keine Anlageberatung, Finanzberatung oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren dar.

Copyright: © 2026 Dr. Josef Obergantschnig. Alle Rechte vorbehalten. Nachdruck, Vervielfältigung und Weitergabe nur mit ausdrücklicher schriftlicher Genehmigung des Autors.

Version: V11.14 · 30. Mai 2026

Risikohinweis

Zweck und Charakter dieses Dokuments

Die in diesem Whitepaper enthaltenen Informationen, Analysen und Schlussfolgerungen dienen ausschließlich allgemeinen Informations-, Bildungs- und Forschungszwecken. Sie stellen ausdrücklich keine Anlageberatung, Vermögensverwaltung, Steuerberatung, Rechtsberatung oder individuelle Finanzberatung im Sinne der einschlägigen aufsichtsrechtlichen Vorschriften dar, insbesondere nicht im Sinne der §§ 1 Abs. 1a, 32 KWG (Deutschland), des WAG 2018 (Österreich) oder vergleichbarer Vorschriften in der Schweiz. Sie sind weder als Angebot noch als Aufforderung zum Kauf, Verkauf oder Halten von Wertpapieren, Investmentfonds, alternativen Anlageprodukten oder sonstigen Finanzinstrumenten zu verstehen.

Wertentwicklung und Verlustrisiko

Die in diesem Dokument dargestellten historischen Wertentwicklungen, Renditen und Kennzahlen sind keine verlässlichen Indikatoren für künftige Ergebnisse. Kapitalanlagen sind mit Risiken verbunden, die bis zum vollständigen Verlust des eingesetzten Kapitals führen können. Die in der Vergangenheit erzielten Renditen des Government Pension Fund Global oder vergleichbarer Investmentvehikel lassen sich nicht ohne weiteres auf andere Anlageformen, Zeiträume oder Anlegerprofile übertragen.

Spezifische Risikofaktoren

Internationale Kapitalanlagen unterliegen einer Vielzahl von Risiken, die je nach Anlageklasse, Region und Strategie unterschiedlich stark wirken: Marktpreisrisiken (Volatilität von Aktien- und Anleihekursen), Zinsänderungs- und Bonitätsrisiken (insbesondere bei festverzinslichen Wertpapieren), Wechselkursrisiken bei in Fremdwährungen denominierten Investments, Liquiditätsrisiken bei nicht börsennotierten Anlagen wie Immobilien oder Infrastruktur, Konzentrationsrisiken bei sektoraler oder geographischer Klumpenbildung sowie politische und regulatorische Risiken durch staatliche Eingriffe oder Gesetzesänderungen. Auch breit

diversifizierte Portfolios sind gegen systemische Marktverwerfungen, Krisenereignisse oder strukturelle Inflationsphasen nicht immun.

Datenbasis und Aktualität

Die in diesem Whitepaper verwendeten Daten, Renditen, Kennzahlen und institutionellen Beschreibungen basieren auf öffentlich zugänglichen Quellen, insbesondere den Annual Reports der Norges Bank Investment Management (NBIM), den Berichten des norwegischen Finanzministeriums an das Storting, akademischen Publikationen sowie etablierten internationalen Datenanbietern. Die Recherche erfolgte nach bestem Wissen und Gewissen mit Stand Mai 2026. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität der verwendeten Daten wird gleichwohl keine Gewähr übernommen. Insbesondere können sich die Fondsstrategie des GPF, regulatorische Rahmenbedingungen, Marktbewertungen und institutionelle Strukturen jederzeit ändern.

Subjektivität der Bewertungen

Alle in diesem Dokument enthaltenen Wertungen, Einordnungen, Scorecards und Schlussfolgerungen geben ausschließlich die persönliche fachliche Einschätzung des Autors wieder. Sie erheben weder Anspruch auf wissenschaftliche Vollständigkeit noch auf absolute Objektivität und können von den Bewertungen anderer Marktteilnehmer:innen, Researchhäuser oder Aufsichtsbehörden abweichen.

Steuerliche und rechtliche Hinweise

Steuerliche Auswirkungen von Kapitalanlagen sind hochgradig länder-, rechtsform- und situationsspezifisch und werden in diesem Dokument nicht behandelt. Etwaige steuerliche Verweise dienen ausschließlich der allgemeinen Einordnung und ersetzen nicht die qualifizierte Beratung durch einen Steuerberater oder eine Steuerberaterin. Gleiches gilt für rechtliche, aufsichtsrechtliche oder erbrechtliche Fragestellungen.

Empfehlung zur professionellen Beratung

Leserinnen und Leser, die auf Basis der dargestellten Inhalte konkrete Anlage-, Vorsorge- oder Strukturierungsentscheidungen treffen möchten, werden ausdrücklich aufgefordert, vor jeder Entscheidung eine qualifizierte und auf ihre individuelle Situation, Risikobereitschaft, Anlageziele, Liquiditätsbedürfnisse und steuerliche Lage abgestimmte Beratung einzuholen. Eine pauschale Übertragung der hier beschriebenen institutionellen Modelle auf private Vermögensstrukturen kann ohne diese individuelle Anpassung zu strukturellen Fehlentscheidungen führen.

Zielgruppe und geographischer Anwendungsbereich

Dieses Dokument richtet sich an informierte Anleger:innen, Unternehmer:innen, Stiftungsverantwortliche, Pensionskassenvertreter:innen und institutionelle Entscheidungsträger:innen im deutschsprachigen Raum (Deutschland, Österreich, Schweiz, Liechtenstein), die ein vertieftes Verständnis institutioneller Investmentmodelle anstreben. Es ist nicht für eine Verbreitung an Personen in Jurisdiktionen bestimmt, in denen eine solche Verbreitung gegen lokale Vorschriften verstoßen würde, insbesondere nicht für eine Verbreitung in den Vereinigten Staaten von Amerika, ihren Territorien oder an US-Personen im Sinne der Regulation S des US Securities Act von 1933.

Haftungsausschluss

Eine Haftung des Autors für unmittelbare oder mittelbare Schäden, die aus der Verwendung der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder aus daraus abgeleiteten Entscheidungen entstehen, ist im gesetzlich zulässigen Rahmen ausgeschlossen. Mit der Lektüre und der Verwendung dieses Dokuments erklärt sich die Leserin oder der Leser mit den vorgenannten Hinweisen einverstanden.

Über den Autor

Dr. Josef Obergantschnig ist Unternehmer, Kapitalmarktexperte, Hochschullektor und Buchautor mit über 25 Jahren Erfahrung an den internationalen Kapitalmärkten. Als ehemaliger Fondsmanager und Chief Investment Officer einer führenden österreichischen Kapitalanlagegesellschaft verantwortete er Milliardenportfolios und begleitete institutionelle Anleger durch multiple Marktzyklen, darunter die Dotcom-Krise, die globale Finanzkrise 2008 und die COVID-Verwerfungen 2020.

Seit 1998 investiert er täglich an den Kapitalmärkten und verbindet akademisches Fundament mit jahrzehntelanger Praxiserfahrung. Als Kolumnist schreibt er die wöchentliche Rubrik *Logbuch eines Börsianers* in der Kleinen Zeitung und auf e-fundresearch.com, dem führenden institutionellen Kapitalmarktportal der DACH-Region. Als Risikomanager und Strategieberater begleitet er institutionelle Anleger im DACH-Raum, darunter Wohlfahrtsfonds, im Aufbau und in der Steuerung kapitalgedeckter Vorsorgemodelle.

Die vorliegende Fondsstudie ist Teil der Whitepaper-Reihe *Investmentstrategien*, in der Josef Obergantschnig **über 30 Investmentmodelle** systematisch analysiert, vergleicht und für private sowie unternehmerische Anleger aufbereitet.

Inhalt

Executive Summary	20
Visuelle Einordnung der Kernmetriken	23
Hintergrund & Zielsetzung	26
Die Entdeckung und die fiskalische Herausforderung	27
Der Generationenvertrag	29
Der inländische Begleiter: Statens pensjonsfond Norge (GPFN)	30
Die *Handlingsregelen* als institutioneller Schutzwall	32
Drei Faktoren erklären den Erfolg	33
Meilensteine auf einen Blick	34
Systemarchitektur	38
Der Cashflow-Kreislauf	39
Das Anlagemandat.....	43
Die Handlingsregelen als fiskalischer Anker	45
Kapitaldeckung statt Umlageverfahren.....	47
Maßstabseffekte: Warum Größe Strategie erzwingt	48
Investmentstrategie	53
Asset Allocation: Die 70/30-Entscheidung	54
Der passive Kernansatz: Beta statt Alpha	64
Kosteneffizienz als strukturelles Alpha	66
Ja, NBIM hält direkt: keine Fonds, kein Outsourcing für das Kernportfolio	67
Aktive Eigentümerschaft: Passive Strategie, aktive Stimme.....	73
Asset Allocation: Aktuelle Verteilung.....	74
Governance und Steuerung	77
Die Governance-Hierarchie	78
Transparenz als Systemprinzip	84
Der Etikkrådet (Ethikrat).....	86
Institutionelle Unabhängigkeit: Was sie bedeutet und woran sie gemessen wird	91
Die Santiago Principles im Überblick.....	93

Responsible Investment & Nachhaltigkeit.....	96
Das Norwegen-Paradox.....	97
Vier Säulen der Nachhaltigkeitsintegration	98
Avoid: Ausschlusskriterien.....	98
Advance: Aktive Stimmrechtsausübung	99
Accentuate: Thematische Schwerpunkte.....	102
Impact: Renewables-Mandat.....	103
Klimarisiko als Portfoliorisiko	104
Aktive Eigentümerschaft als ESG-Instrument.....	107
Kritische Einordnung.....	108
Portfolio- und Umsetzungsprofil	111
Das Profil auf einen Blick.....	112
Produktumsetzung in der Praxis.....	119
Das Minimal-Portfolio (zwei ETFs).....	120
Das Standard-Portfolio (drei ETFs)	120
Was man nicht braucht.....	121
Der Zinseszins der Kosten.....	121
Die entscheidende Variable: Volatilitätstoleranz	123
Kapitalzusammensetzung	125
Ergebnisse und Leistungsprofil.....	127
1. Fondsvermögen: Von zwei Milliarden zu 1.800 Milliarden	128
3. Krisenperformance: Strategiebindung unter Stressbedingungen.....	135
4. Kapitalzusammensetzung: Eigenfinanzierungsgrad des Fondsvermögens.....	139
5. Wachstumslogik: Das Perpetual-Capital-Prinzip	140
Jahresrenditen im Überblick.....	141
Einordnung im internationalen Vergleich.....	143
1. Institutionelle Großanleger im internationalen Überblick	144
2. Staatsfonds im internationalen Vergleich.....	146
3. Universitäre Stiftungsfonds als Vergleichsmaßstab	149
4. Systemische Resilienz: Einordnung nach WEF-Langfristrisiken.....	152
5. Einordnung: Was EUR 1.800 Milliarden im globalen Maßstab bedeuten.....	158

WEF-Resilienz-Scoring im Vergleich	160
Bewertung & Scorecard	161
1. Cluster-Einordnung: Geduldiges Kapital im institutionellen Maßstab.....	162
2. Bewertung: Systemqualität.....	163
3. Bewertung: Übertragbarkeit.....	168
4. Gesamtscore	171
5. Stärken-Analyse.....	172
6. Grenzen des Modells	173
7. Was andere konkret lernen können	174
8. Das Norwegen-Prinzip für unterschiedliche Investorengruppen.....	176
Die drei universellen Bausteine	176
Die eine institutionelle Hürde.....	177
Warum das für alle Investorengruppen das Wichtigste an diesem Whitepaper ist.....	178
Verknüpfte Persönlichkeiten	178
Kostenvergleich.....	185
Learnings.....	186
Kernfrage dieser Sektion.....	186
1. Die universellen Prinzipien.....	187
2. Learnings für Institutionelle	193
3. Learnings für Privatpersonen.....	195
4. Learnings für Unternehmer:innen	198
5. Was Norwegen selbst noch lernt.....	199
Implikationen für Österreich	201
Die Diagnose.....	202
Der systemische Abstand.....	203
Das Systemarchitektur-Argument.....	207
Was auf staatlicher Ebene realistisch wäre	208
Was Institutionen bereits heute tun können	210
Transfer auf die persönliche Ebene	212
Kernaussage & Fazit.....	214
Die Kernaussage	215

Die fünf Strukturmerkmale des Modells.....	216
Eine offene Frage.....	219
Schlusspunkt	220

Abkürzungsverzeichnis

Abk.	Auflösung
ADIA	Abu Dhabi Investment Authority (Staatsfonds Abu Dhabi)
AUM	Assets under Management – Verwaltetes Vermögen
BIP	Bruttoinlandsprodukt
CIC	China Investment Corporation (Staatsfonds China)
ESG	Environmental, Social, Governance – Umwelt, Soziales, Unternehmensführung
ETF	Exchange Traded Fund – Börsengehandelter Indexfonds
FTSE	Financial Times Stock Exchange (Index-Anbieter)
GDP	Gross Domestic Product – Bruttoinlandsprodukt
GIC	Government of Singapore Investment Corporation (Staatsfonds Singapur)
GICS	Global Industry Classification Standard
GPFG	Government Pension Fund Global (norwegisch: Statens pensjonsfond utland, SPU)
GPFN	Government Pension Fund Norway (Statens pensjonsfond Norge)
HY	High-Yield (hochverzinsliche Anleihen, Sub-Investment-Grade)

IG	Investment-Grade (Anleihen mit Rating BBB- oder besser)
IFSWF	International Forum of Sovereign Wealth Funds
KAG	Kapitalanlagegesellschaft
KIA	Kuwait Investment Authority (Staatsfonds Kuwait)
LTCM	Long-Term Capital Management (Hedgefonds, 1998 kollabiert)
MBS	Mortgage-Backed Securities – Hypotheken-besicherte Wertpapiere
NBIM	Norges Bank Investment Management
NOK	Norwegische Krone
NOU	Norges offentlige utredninger – Öffentliche Gutachten Norwegens
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
p.a.	Per annum – pro Jahr
PE	Private Equity – Außerbörsliches Beteiligungskapital
PIF	Public Investment Fund (Staatsfonds Saudi-Arabien)
PME	Public Market Equivalent – Vergleichsmethode für PE-Renditen
pp	Prozentpunkte
QIA	Qatar Investment Authority (Staatsfonds Katar)
SAFE	State Administration of Foreign Exchange (China, Devisenreserveverwaltung)

SDFI	State's Direct Financial Interest (Norwegischer Staat, verwaltet durch Petoro AS)
SPU	Statens pensjonsfond utland (norwegische Bezeichnung für GPFG)
SWF	Sovereign Wealth Fund – Staatsfonds
TCFD	Task Force on Climate-related Financial Disclosures
TE	Tracking Error – Abweichung von der Benchmark
TER	Total Expense Ratio – Gesamtkostenquote
TLTRO	Targeted Longer-Term Refinancing Operations (EZB)
WEF	World Economic Forum

Über diese Studie

Reihe „Investmentstrategien“ · Studie Nr. 001 · Government Pension Fund Global (Norwegen)

Ziel und Aufbau der Reihe

Die Whitepaper-Reihe „Investmentstrategien“ analysiert systematisch über dreißig institutionelle Investmentmodelle aus aller Welt, darunter Staatsfonds, Universitäts-Stiftungsfonds, Pensionssysteme und alternative Kapitalallokationsansätze. Jede Studie beantwortet drei Leitfragen mit demselben analytischen Werkzeug: Wie ist das Modell konstruiert? Wie hat es sich empirisch bewährt? Welche Prinzipien sind für institutionelle Entscheidungsträger:innen und Unternehmer:innen im deutschsprachigen Raum übertragbar? Die Reihe erscheint in Kooperation mit e-fundresearch.com.

Jede Studie folgt einer identischen Struktur aus dreizehn Kapiteln:

#	Kapitel	Funktion
01	Executive Summary	Verdichtung der Kernaussagen auf vier Seiten
02	Hintergrund & Zielsetzung	Entstehungslogik und institutioneller Kontext
03	Systemarchitektur	Konstruktion: Cashflow, Mandat, Investierbarkeit
04	Investmentstrategie	Asset Allocation, Selektion, Rebalancing
05	Governance & Steuerung	Entscheidungsstrukturen und Kontrollmechanismen
06	Responsible Investment	ESG-Framework, Stewardship, Ausschlüsse

07	Portfolio- und Umsetzungsprofil	Kosten, Manager-Mix, operative Umsetzung
08	Ergebnisse und Leistungsprofil	Renditen, Krisenverhalten, Eigenfinanzierungsgrad
09	Einordnung im internationalen Vergleich	Vergleich zu Peers (Staatsfonds, Endowments)
10	Bewertung & Scorecard	Strukturierte Bewertung nach fünf Dimensionen
11	Learnings	Universelle Prinzipien des Modells
12	Implikationen für Österreich	Konkrete Übertragbarkeit auf die DACH-Region
13	Kernaussage & Fazit	Synthese und analytische Einladung

Scoring-Methode

Jede Studie wird in Kapitel 10 nach einer einheitlichen Scorecard bewertet. Das Bewertungsraster prüft fünf Dimensionen, jeweils auf einer Skala von 1,0 bis 5,0:

Dimension	Was wird bewertet
Konstruktionsklarheit	Wie eindeutig sind Mandat, Regeln und Strukturen definiert? Wie überprüfbar sind sie?
Governance & Resilienz	Wie robust ist das Modell gegenüber politischem Druck, Krisen und Personenwechseln?
Empirische Leistungsbilanz	Wie belastbar ist die Rendite-, Kosten- und Risiko-Bilanz über mehrere Marktzyklen?

Transparenz & Verantwortung	Wie vollständig ist die Offenlegung? Wie ernst werden Treuepflichten gegenüber Anspruchsgruppen genommen?
Übertragbarkeit der Prinzipien	Wie weit sind die zugrunde liegenden Designprinzipien unabhängig von Größe und nationalem Kontext anwendbar?

Die Skalenwerte sind wie folgt zu lesen:

- **1,0:** Prinzip nicht erkennbar oder strukturell verfehlt
- **2,0:** ansatzweise erkennbar, aber inkonsistent umgesetzt
- **3,0:** solide umgesetzt, mit nachvollziehbaren Lücken
- **4,0:** überdurchschnittlich umgesetzt, mit anerkannter Wirkung
- **5,0:** institutioneller Referenzstandard, empirisch belegt

Der Gesamtwert ergibt sich aus dem arithmetischen Mittel der fünf Dimensionen. Werte gelten als interpretative Einordnung, nicht als absolute Wahrheit; sie erlauben jedoch eine konsistente Vergleichbarkeit zwischen allen Studien der Reihe.

Norwegen GPFG erreicht in dieser Scorecard 4,5 von 5,0 Punkten und gehört damit zu den am höchsten bewerteten Modellen der Reihe. Die Begründung im Detail folgt in Kapitel 10; in Kurzform: Konstruktionsklarheit und Transparenz erreichen den Referenzstandard 5,0, Governance & Resilienz und empirische Leistungsbilanz erreichen 4,5, die Übertragbarkeit der Prinzipien wird mit 4,0 bewertet, weil die Übertragung in die DACH-Region eine institutionelle Anpassung erfordert, die in Kapitel 12 ausgearbeitet ist.

Methodische Hinweise

Konsistenter Datenstand und Vergleichbarkeit der Kennzahlen.

Datenstichtag

Alle in diesem Whitepaper berichteten NBIM-Kennzahlen (Fondsvermögen, Asset Allocation, Renditen, Anzahl Unternehmen, Managementkosten) basieren auf dem **NBIM Annual Report 2025**, publiziert im Februar 2026. Der Stichtag aller GPFG-Daten ist, sofern nicht ausdrücklich anders ausgewiesen, der **31. Dezember 2025**. Wenn auf Halbjahres- oder Quartalswerte zurückgegriffen wird (z. B. NBIM-Halbjahresmeldung 30.06.2025 mit 8.374 gelisteten Aktien-Positionen), ist der Stichtag explizit angegeben.

Wechselkurs-Annahmen

Alle Währungsumrechnungen in diesem Whitepaper folgen den nachstehenden Referenzkursen per **31. Dezember 2025** (Quelle: Norges Bank, EZB):

Paar	Kurs	Anwendung
1 EUR \approx 11,82 NOK	NBIM-Stichtagskurs	NOK \rightarrow EUR Umrechnung
1 USD \approx 10,15 NOK	NBIM-Stichtagskurs	NOK \rightarrow USD Umrechnung
1 EUR \approx 1,165 USD	EZB-Referenzkurs	EUR \rightarrow USD Umrechnung

Daraus ergeben sich konsistent: NOK 21.268 Mrd. \approx EUR 1,80 Bio. \approx USD 2,09 Bio. Abweichungen einzelner Tabellenwerte (z. B. „USD 2,0 Bio.“ in narrativen Vergleichen vs. „USD 2,1 Bio.“ in Meilenstein-Tabellen) sind Rundungseffekte und keine Datenfehler.

Renditen, Realrendite und Inflation

- **Geometrische Rendite** (annualisierte langjährige Rendite): 6,64 % p.a. seit 1998 (NBIM-konsistent).
- **Arithmetisches Mittel** (Mittelwert der Jahresrenditen): 7,17 % p.a., methodisch korrekt, aber höher als die geometrische Rendite wegen Volatilitäts-Effekten.
- Reale Rendite (**4,3 % p.a. netto**) **bezieht sich auf die norwegische Inflation** (~2,2 % p.a. 1998–2025), nicht auf globale Inflationsraten. Begründung: Der Fonds wird in NOK rechnungsgelegt und für den norwegischen Staatshaushalt verwaltet; Real-Rendite-Berechnung daher in der Heimatwährung.

Aktives Alpha (Performance vs. Benchmark)

Wenn im Whitepaper von „aktivem Alpha“ gesprochen wird, ist konsequent gemeint: **+0,24 Prozentpunkte p.a. netto nach Kosten**, gemessen 1998–2025 (NBIM Return and Risk Report 2025). Brutto liegt der Wert geringfügig höher (+0,29 Pp.). Einzeljahresabweichungen (z. B. –0,28 Pp. in 2025) sind in den entsprechenden Kapiteln explizit ausgewiesen.

BIP-Multiplikator

Der „GPFG vs. BIP Norwegen“-Faktor wird durchgehend mit **rund 3,5x** angegeben (Marktwert EUR 1,8 Bio. ÷ norwegisches BIP 2025 EUR 510 Mrd.). Die in einigen externen Quellen genannte „+400 % BIP“-Aussage bezieht sich auf die **staatliche Nettofinanzposition Norwegens insgesamt** (alle staatlichen Aktiva inklusive GPFG minus Verbindlichkeiten) und ist nicht mit dem reinen GPFG-zu-BIP-Verhältnis identisch.

Quellenangaben

Alle zitierten Studien, Berichte und Datenquellen sind im Literaturverzeichnis am Ende des Whitepapers vollständig nachgewiesen (APA-ähnlicher Zitierstil). Im laufenden Text werden Kurzbelege (Autor, Jahr) verwendet; bei der Erstnennung internationaler Berichte zusätzlich der Herausgeber. Online-Quellen sind mit URL hinterlegt.

Executive Summary

Der norwegische Government Pension Fund Global ist das größte institutionelle Investmentvehikel der Welt und zugleich eines der analytisch aufschlussreichsten Modelle für langfristige Vermögensverwaltung. Dieses Whitepaper untersucht Architektur, Strategie und Wirkungsweise des Fonds aus österreichischer Perspektive. Im Mittelpunkt steht die Frage, welche Prinzipien institutionellen Vermögensaufbaus aus dem GPFG-Modell auch für private Anlegerinnen und Anleger sowie für institutionelle Vorsorgeeinrichtungen anwendbar sind. Die zentrale Erkenntnis vorab: Disziplin schlägt Genialität, Struktur schlägt Reaktion, Generationenhorizont schlägt Quartalslogik.

Der Government Pension Fund Global verwaltet per Ende 2025 ein Vermögen von rund EUR 1,8 Billionen und gilt damit als größter Staatsfonds der Welt. Dieses einleitende Kapitel verdichtet die wesentlichen Merkmale des Modells auf einem einzigen Blick: die geometrisch annualisierte Nominalrendite von 6,64 % p.a. seit 1998, Managementkosten von rund 0,04 % p.a. sowie eine Scorecard-Gesamtbewertung von 4,5 von 5,0 Punkten. Vier Kernprinzipien, die das Modell über den norwegischen Kontext hinaus anwendbar machen, werden benannt, bevor die nachfolgenden Kapitel die historische Entstehungslogik, institutionelle Architektur und empirische Leistungsbilanz des Fonds im Detail entfalten.

Der Government Pension Fund Global ist eines der größten institutionellen Investmentvehikel der Welt und zugleich eines der analytisch aufschlussreichsten: entstanden aus Öleinnahmen, betrieben als einer der transparentesten und aktivsten Responsible-Investment-Akteure der globalen Kapitalmärkte. Diese Spannung ist kein Widerspruch, sondern der Schlüssel zum Verständnis des Modells. Gerade weil die Einnahmequelle endlich ist, entschied Norwegen früh, das Kapital systematisch in dauerhafte Produktivvermögen zu überführen, anstatt es für laufende Staatsausgaben zu verwenden. Die erste Einzahlung erfolgte 1996 mit NOK 2 Milliarden; das Fondsvermögen beläuft sich Ende 2025 auf rund EUR 1,8 Billionen, was etwa dem 3,5-fachen des norwegischen Bruttoinlandsprodukts entspricht (BIP 2025: rund EUR 510 Mrd., Quelle: Statistics Norway 2025; IMF World Economic Outlook April 2026 ergänzend, Umrechnung gemäß den im Kapitel „Methodische Hinweise“ deklarierten Stichtagskursen).

Das Anlagemodell folgt einer strategischen Benchmark-Allokation von 70 % globale Aktien und 30 % zinstragende Anlagen; innerhalb der 30 % sind kleine Beimischungen in nicht börsennotierte Immobilien (rund 1,7 %) und erneuerbare Energie-Infrastruktur (rund 0,4 %) enthalten. Per 31.12.2025 lag die effektive Allokation bei 71,3 % Aktien, 26,5 % Anleihen, 1,7 % Immobilien und 0,4 % erneuerbare Energieinfrastruktur. Der Kernansatz ist passiv: Mit Managementkosten von rund 0,04 % p.a. (in NBIM-Basispunkten gemessen, nicht direkt vergleichbar mit einer klassischen UCITS-Gesamtkostenquote) setzt der Fonds auf breite Marktabdeckung statt auf aktive Selektion. Die Entnahmen sollen sich gemäß der Handlingsregel langfristig an der erwarteten Realrendite des Fonds orientieren, derzeit rund 3 % des Fondsvermögens. Diese Regel ist als politisch breit getragene

fiskalische Leitlinie über den Konjunkturzyklus konzipiert, nicht als hartes Jahresmaximum, und sichert den Kapitalerhalt für künftige Generationen institutionell ab. Das ESG-Framework operiert auf vier Ebenen: Ausschluss nicht-vertretbarer Geschäftsmodelle, aktive Förderung nachhaltiger Unternehmensführung, gezielte Verstärkung von Resilienz-Assets und Direktinvestments in Impact-Bereichen.

Seit Fondsgründung erzielte das Modell eine annualisierte Nominalrendite von 6,6 % p.a. und eine reale Rendite von rund 4,3 % p.a., gemessen von 1998 bis 2025. Das Krisenverhalten ist dabei ebenso aufschlussreich wie das Renditeprofil: Im schlechtesten Jahr 2008 verlor der Fonds 23,3 %, NBIM hielt an der strategischen Allokation fest und vermied panikgetriebene De-Risking-Entscheidungen, und 2009 folgte eine Erholung von 25,6 %. Bemerkenswert ist die Kapitalzusammensetzung: Nur rund 25 % des heutigen Fondsvermögens entfallen auf Netto-Einzahlungen; rund 63 % sind kumulierte Kapitalerträge. Der Fonds hat sich, im Zinseszins-Sinn, überwiegend selbst finanziert.

Im Bewertungsrahmen dieser Whitepaper-Reihe erreicht das Modell 4,5 von 5,0 Punkten und ist dem Cluster der Beta-Könige zugeordnet: maximale passive Marktpartizipation, minimale Kosten, konsequente Governance. Für Privatpersonen und Unternehmer:innen sind die Kernprinzipien unabhängig von Fondsgröße und nationalem Kontext direkt übertragbar; für institutionelle Anleger bietet der GPFG eine vollständig dokumentierte Governance-Blaupause.

Die vier zentralen Lernergebnisse dieses Whitepapers:

- Erstens investieren, dann ausgeben: Ein fixer Anteil wird vor jeder anderen Ausgabe automatisch angelegt, nicht was am Ende übrig bleibt.
- Die 3-%-Entnahmeregel als persönliche Planungsgröße: Wer dauerhaft nicht mehr entnimmt als die erwartete Realrendite, erhält die Kapitalsubstanz über Generationen.
- Kosten sind der einzige sichere Renditefresser: Der Unterschied zwischen 0,04 % NBIM-Managementkosten und 1,5 % branchenüblicher Gesamtkostenquote erzeugt über dreißig Jahre bei EUR 1 Million Ausgangsvermögen einen siebenstelligen Vermögensunterschied, ohne eine einzige schlechte Investitionsentscheidung.

- Disziplin in Krisen ist die eigentliche Rendite: Nicht verkaufen ist in der Mehrheit der untersuchten Marktphasen die performancestärkste Entscheidung, die ein institutioneller wie privater Investor treffen kann.

Die vollständige Analyse, von der historischen Entstehung über die Systemarchitektur, ESG-Struktur und Leistungsprofil bis zu den Implikationen für Österreich, findet sich in den folgenden Kapiteln.

Visuelle Einordnung der Kernmetriken

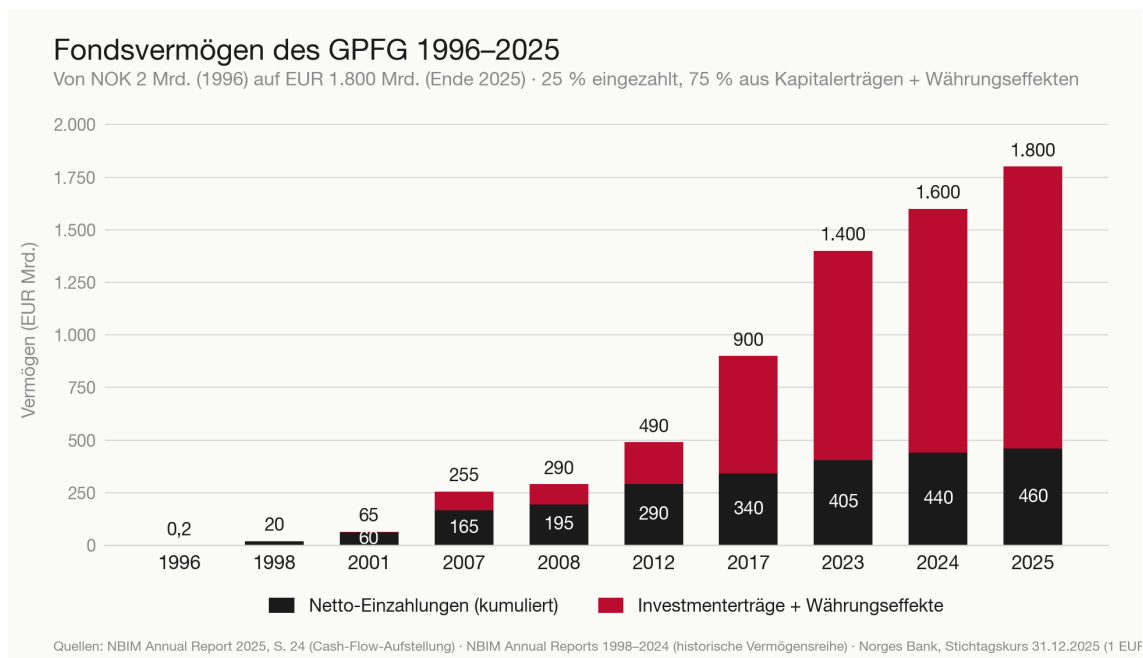


Abb. 1 · Herkunft des heutigen Fondsvermögens per 31.12.2025

Daten: NBIM Annual Report 2025

Die Spaltenstruktur zeigt eine zentrale Erkenntnis des norwegischen Modells: Von dem heutigen Fondsvermögen in Höhe von rund 1,8 Billionen Euro stammt nur etwa ein Viertel aus tatsächlichen Einzahlungen des norwegischen Staates. Die übrigen rund drei Viertel sind Investmenterträge und Währungseffekte, die sich über knapp drei Jahrzehnte durch konsequenten Verbleib im Markt aufgebaut haben. Der Fonds hat sich, im Zinseszins-Sinn, überwiegend selbst finanziert.

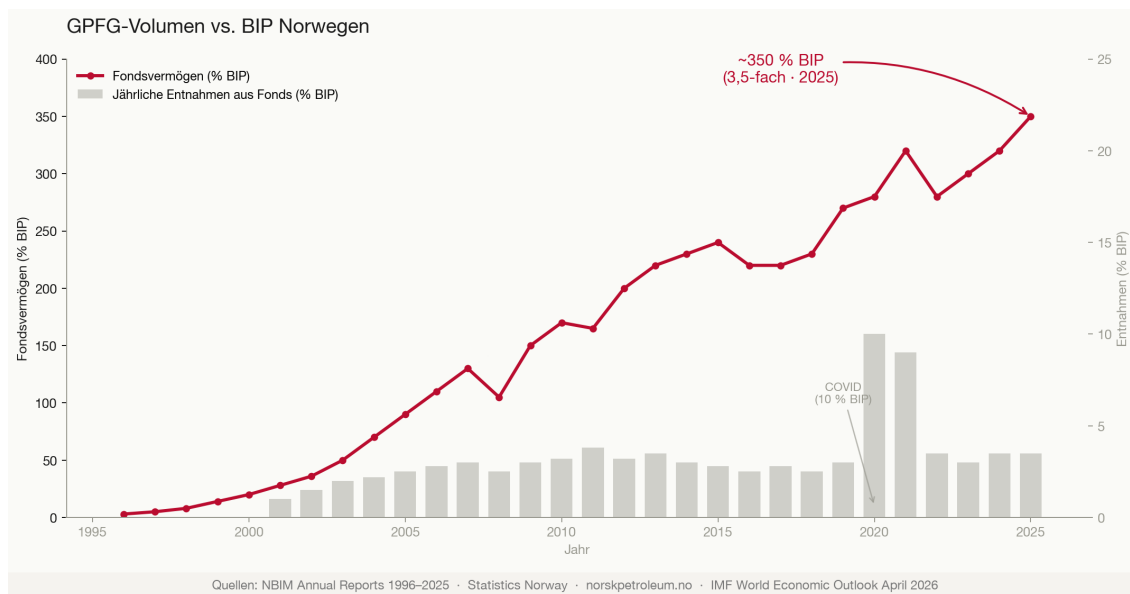


Abb. 2 · Fondsvermögen und norwegisches Bruttoinlandsprodukt 1998–2025

Daten: NBIM Annual Reports 1996–2025 · Statistics Norway

Die rote Linie verdeutlicht die schiere Dimension des Fonds gegenüber der norwegischen Volkswirtschaft: Das Fondsvermögen ist von rund 5 % des BIP im Jahr 1998 auf das 3,5-fache des BIP zum Jahresende 2025 gewachsen. Die grauen Balken zeigen die jährlichen Entnahmen in den Staatshaushalt, die sich an der Handlungsregel orientieren und langfristig der erwarteten Realrendite des Fonds folgen, derzeit rund 3 % des Fondsvermögens. Die einzigen Ausnahmen waren die COVID-Krisenjahre 2020 und 2021, in denen das Modell seine Flexibilität unter Beweis stellte, ohne die langfristige Substanz zu beschädigen.

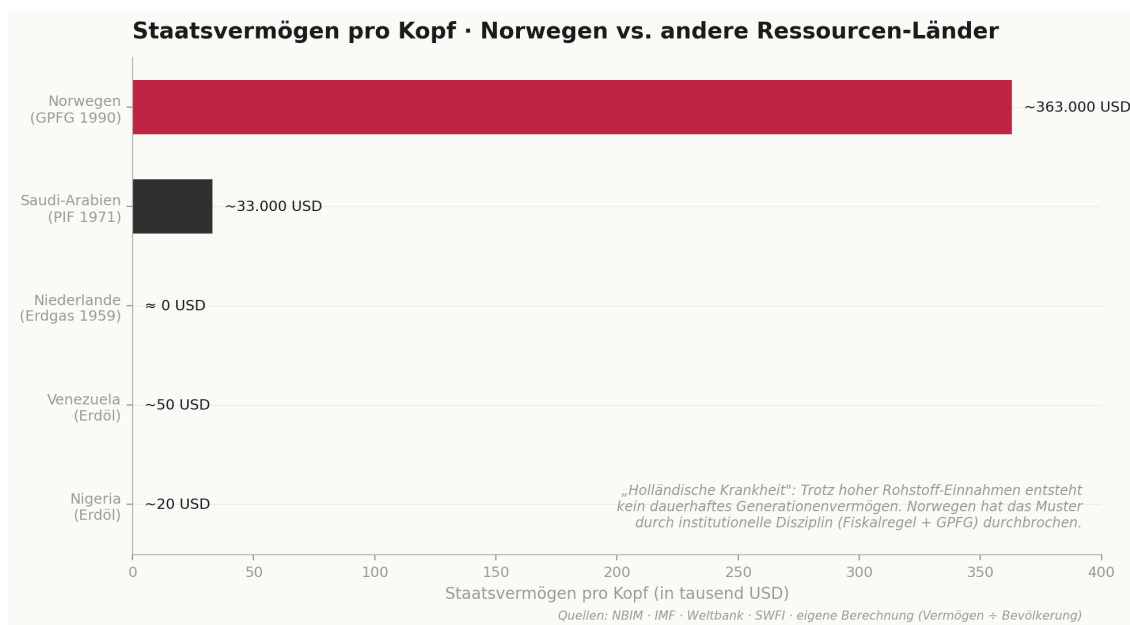


Abb. 3 · Staatsvermögen pro Kopf im Rohstoffstaatenvergleich

Daten: NBIM, IMF, Weltbank, SWFI · eigene Berechnung

Der Vergleich des Staatsvermögens pro Kopf macht deutlich, was als Ressourcenfluch in die wirtschaftsgeschichtliche Literatur eingegangen ist. Während Norwegen mit rund EUR 327.000 pro Einwohner ein über Generationen tragendes Generationenvermögen aufgebaut hat, sind die klassischen Beispiele für die Holländische Krankheit, also die Niederlande mit ihrer Erdgas-Episode der 1960er-Jahre sowie Venezuela und Nigeria, heute strukturell verarmt im Verhältnis zu ihrem ursprünglichen Rohstoffreichtum. Saudi-Arabien hat mit dem 1971 gegründeten Public Investment Fund einen ersten Schritt in die Norwegen-Richtung gemacht, bewegt sich aber durch Bevölkerungsgröße und politische Architektur in einer anderen Liga. Der entscheidende Unterschied liegt nicht in der Rohstoffmenge, sondern in der institutionellen Disziplin: Fiskalregel, vollständige Sterilisierung der Einnahmen ins Ausland, parlamentarische Kontrolle und das konsequent durchgehaltene Generationenkapital-Prinzip.

Hintergrund & Zielsetzung

Norwegen entdeckte 1969 vor seiner Küste Erdöl und stand vor einer Entscheidung, die wenige Länder mit ähnlicher Ressourcen-Ausstattung in dieser Konsequenz getroffen haben: Die Einnahmen aus einer endlichen Ressource sollten nicht den aktuellen Wohlstand erhöhen, sondern in dauerhaftes Produktivkapital transformiert werden. Dieses Kapitel rekonstruiert die historischen Weichenstellungen und benennt die strategischen Ziele, die dem Fonds bis heute Richtung geben. Sichtbar wird dabei, wie aus einem rohstoffwirtschaftlichen Glücksfall ein institutionelles Generationenprojekt entstanden ist.

Am 23. Dezember 1969 bestätigte Phillips Petroleum den größten Ölfund der Nordsee Geschichte. Norwegen, ein Land mit damals 3,8 Millionen Einwohnern, stand vor einer Herausforderung, an der ressourcenreiche Staaten regelmäßig scheitern: dem strukturell nachhaltigen Umgang mit endlichem Rohstoffreichtum. Dieses Kapitel rekonstruiert den institutionellen Lernprozess, der aus dem Schock des Ölpreiskollapses 1986, der schwersten norwegischen Bankenkrise der Nachkriegsgeschichte und zwei Jahrzehnten fiskalischer Fehlsteuerung schließlich zur Gründung des Statens petroleumsfond 1990 führte. Im Mittelpunkt stehen die konzeptionellen Grundlagen des Modells: der Generationenvertrag als normatives Fundament, die Handlingsregel als institutioneller Schutzwall gegen kurzfristige Haushaltspolitik sowie die drei Faktoren, die den norwegischen Weg von vergleichbaren Ressourcenstaaten unterscheiden.

Die Entdeckung und die fiskalische Herausforderung

Am 23. Dezember 1969 bestätigte Phillips Petroleum den bis dahin größten Ölfund in der Geschichte der Nordsee: das Ekofisk-Feld. Ein Land mit damals 3,8 Millionen Einwohnern, bekannt für Lachs, Fjorde und eine nüchterne protestantische Arbeitsmoral, stand plötzlich vor einer Herausforderung, die nur wenige Nationen je bewältigen mussten: der strukturell nachhaltige Umgang mit einem unverhofften, aber endlichen Ressourcenreichtum.

Die naheliegende Reaktion wäre eine direkte Verwendung der Einnahmen für Infrastruktur, Sozialleistungen oder Haushaltskonsolidierung gewesen. Zahlreiche ressourcenreiche Staaten haben diesen Weg gewählt und die Folgen sind dokumentiert. Nigeria, Venezuela und der Irak sind die bekanntesten Beispiele: Länder mit enormem Rohstoffreichtum, die heute strukturell ärmer sind, als es ihre natürlichen Ressourcen vermuten ließen. Die entwicklungsökonomische Forschung bezeichnet dieses Muster als „Ressourcenfluch“: Rohstoffeinnahmen treiben die eigene Währung nach oben, verteuern die Exportwirtschaft, untergraben Institutionen und erzeugen eine politische Abhängigkeit vom Rohstoffzyklus, die über Jahrzehnte fortwirkt. Ein besonders lehrreicher Fall liegt sogar in der geografischen Nachbarschaft: Als die Niederlande in den 1960er-Jahren große Erdgasfelder in der Nordsee erschlossen, erlebte das verarbeitende Gewerbe einen

rapiden Verfall, weil der Geldfluss den Gulden überbewertet hielt. Die Ökonomen nannten das später die „Holländische Krankheit“.

Norwegen hat sich gegen diesen Pfad entschieden. Aber bis zur institutionellen Antwort sollten noch zwei Jahrzehnte vergehen.

Vom Schock zur Institution (1986–1990)

Zwischen Ölfund (1969) und Fondsgründung (1990) liegen zwei Jahrzehnte, die erklären, wie der politische Wille zur Fondslösung entstand. In den 1970er- und frühen 1980er-Jahren flossen die Öleinnahmen weitgehend direkt in den Staatshaushalt. Norwegen baute seinen Wohlfahrtsstaat aus, subventionierte Industrien und gewöhnte sich strukturell an Einnahmen, die vom Ölpreis abhingen.

Die Rechnung kam 1986. Der Ölpreis kollabierte von rund 30 auf unter 10 US-Dollar je Barrel, ein Rückgang von über 60 % innerhalb weniger Monate. Für eine Volkswirtschaft, die rund 25 % ihres Bruttoinlandsprodukts aus dem Erdölsektor bezog, war das ein systemischer Schock. Der Immobilienmarkt brach ein. Die Kreditausfälle der Banken explodierten. Zwischen 1987 und 1993 erlebte Norwegen die schwerste Bankenkrise seiner Nachkriegsgeschichte: Alle drei großen Geschäftsbanken des Landes, Christiania Bank, Den norske Bank und Fokus Bank, mussten mit staatlichem Kapital gerettet werden. Der Staat übernahm zeitweise die Mehrheit an den größten Kreditinstituten des Landes. Die Arbeitslosigkeit stieg von unter 2 % auf über 6 %. Ein rohstoffreiches Land musste externe Kredite aufnehmen, um seine eigenen Banken zu retten.

Diese Krise wurde zum institutionellen Wendepunkt. Die politische Überzeugung reifte parteiübergreifend: Zyklische Rohstoffeinnahmen dürfen nie wieder zur Grundlage struktureller Staatsausgaben werden. Hinzu kam ein günstiger Moment: Erst Ende der 1980er-Jahre hatte Norwegen seine Staatsschulden weitgehend abgebaut und begann, nennenswerte Netto-Überschüsse aus dem Erdölsektor zu erwirtschaften. Die materiellen Bedingungen für eine Fondslösung waren erstmals gegeben, und der politische Wille war durch die Bankenkrise geschärft worden.

1990 beschloss das norwegische Parlament (Storting) die Errichtung des Statens petroleumsfond, des Petroleum Fund of Norway.

Der Generationenvertrag

Die konzeptionelle Grundlage des Fonds ist ein Generationenvertrag im Sinne intertemporaler Gerechtigkeit: Rohstoffeinnahmen, die einer zufälligen Ressourcenausstattung entspringen, sollen nicht dem laufenden Konsum dienen, sondern als dauerhaftes produktives Kapital für künftige Generationen erhalten bleiben.

Das Grundprinzip ist eindeutig definiert: Der gesamte staatliche Nettocashflow aus dem Erdölsektor wird vollständig in den Fonds transferiert. Der laufende Haushalt wird nicht direkt aus volatilen Öleinnahmen finanziert. Die fiskalische Verwendung von Fondsmitteln erfolgt geglättet über den Budgetmechanismus und orientiert sich an der langfristigen Realrendite des Fonds, nicht am aktuellen Ölpreis. In Jahren, in denen die Petroleum-Einnahmen die Haushaltsentnahme übersteigen, fließt der Überschuss netto in den GPFG; in schwachen Jahren kann der Fonds als Puffer dienen. Die volatile Rohstoffeinnahme wird damit institutionell vom laufenden Staatskonsum entkoppelt.

Die erste Einzahlung erfolgte 1996 in Höhe von NOK 2 Milliarden (umgerechnet nach heutigem Referenzkurs rund EUR 244 Millionen bzw. USD 313 Millionen). Per 31. Dezember 2025 verwaltet der Fonds NOK 21.268 Milliarden (umgerechnet rund EUR 1,8 Billionen bzw. USD 2,0 Billionen). Das entspricht rund dem 3,5-fachen des norwegischen Bruttoinlandsprodukts (BIP 2025: ca. EUR 510 Mrd.) und macht den GPFG, gemessen als einzelner konsolidierter Fonds, zum größten Staatsfonds der Welt; auf vergleichbarem Niveau liegen die chinesischen Strukturen CIC (rund USD 1,3 Bio.) und die staatlichen Vehikel der SAFE-Reserveverwaltung (geschätzt rund USD 2,0 Bio., methodisch nicht direkt vergleichbar). Es folgen ADIA (Abu Dhabi, USD 1,0 Bio.) und PIF (Saudi-Arabien, USD 1,0 Bio.). Weltweit existieren rund 100 Staatsfonds mit einem kombinierten Vermögen von ca. USD 13–14 Billionen; auf den GPFG allein entfallen rund 15 % davon (Quelle: SWFI / Global SWF, April 2026).

Bemerkenswert ist die Kapitalzusammensetzung: Von den NOK 21.268 Milliarden entfallen lediglich NOK 5.427 Milliarden (25 %) auf staatliche Netto-Einzahlungen. Der überwiegende Anteil von NOK 13.457 Milliarden (63 %) stammt aus akkumulierten Investorserträgen; Währungseffekte erklären die verbleibenden

NOK 2.391 Milliarden (11 %). Das Kapital hat sich damit mehr als vervierfacht, nicht durch höhere Ölförderung, sondern durch diszipliniertes Langfristinvestieren.

Ist das Konstrukt auf ewig angelegt? Das ist eine der wichtigsten Fragen, die das norwegische Modell stellt. Der Government Pension Fund Act kennt keine Verfallsklausel. Der Fonds ist konzeptionell auf unbegrenzte Dauer ausgelegt: Er soll nicht aufgezehrt werden, sondern in Perpetuity bestehen, solange Norwegen als Staat existiert. Die Handlungsregel ist der Mechanismus, der diesen Ewigkeitsanspruch mathematisch absichert. Solange die reale Kapitalmarktrendite langfristig über der Entnahmerate liegt, wächst das Fondsvermögen real, es schrumpft nicht.

Eine formale Auflösung wäre theoretisch möglich: Ein einfaches Parlamentsgesetz könnte den Act ändern oder aufheben. In der politischen Realität ist das jedoch nahezu ausgeschlossen. Alle relevanten Parteien tragen das Modell mit; die öffentliche Identifikation Norwegens mit dem Fonds ist tief verankert. Der stärkste Schutz des Fonds ist nicht das Gesetz, sondern der gesellschaftliche Konsens.

Der inländische Begleiter: Statens pensjonsfond Norge (GPFN)

Norwegen betreibt zwei Staatsfonds unter demselben gesetzlichen Dach. Neben dem GPFG existiert der Statens pensjonsfond Norge (GPFN), verwaltet von Folketrygdfondet, einer unabhängigen staatlichen Einrichtung in Oslo.

Der GPFN verwaltet rund NOK 420 Milliarden (rund EUR 36 Milliarden bzw. USD 38 Milliarden), das sind rund 2,0 % des GPFG-Volumens. Historisch wurde er aus Überschüssen des nationalen Sozialversicherungssystems (Folketrygden) gespeist. Seit 1979 ist der GPFN jedoch ein sogenannter closed fund: Es werden keine neuen Beiträge mehr zugeführt. Sämtliche Investmenterträge werden dem Fondskapital laufend zugeschlagen und thesauriert. Das Anlageuniversum ist auf norwegische und nordische Wertpapiere beschränkt, mit einem strategischen Schwerpunkt auf norwegischen Aktien und Anleihen.

Anders als der GPFG ist der GPFN damit keine Reserve für laufende Haushaltsdefizite und kein flexibel beanspruchbarer Budgetpuffer. Er funktioniert als

geschlossener, langfristig veranlagter Vermögensblock, der die heimischen Kapitalmärkte stabilisiert und institutionelles Eigentum an norwegischen Unternehmen aufbaut. Die strukturelle Trennung von GPFG und GPFN ist konzeptionell bewusst: Ölkapital wird global investiert (GPFG), historisches Sozialversicherungskapital bleibt in der heimischen Wirtschaft veranlagt (GPFN).

Die Kapitalentwicklung des GPFN ist weniger dramatisch als jene des GPFG. Da seit 1979 keine neuen Beiträge zugeführt werden, hängt das Wachstum ausschließlich von der Investmentrendite ab. Entsprechend ist der absolute Hebeleffekt deutlich geringer als beim GPFG, in dem über Jahrzehnte erhebliche Öleinnahmen mit Marktrenditen kombiniert wurden.

Zur Frage der Auflösung: Eine Auflösung des GPFN wäre per Parlamentsgesetz möglich, aber politisch nicht ernsthaft diskutiert. Der GPFN genießt nicht denselben gesellschaftlichen Symbolwert wie der GPFG, ist aber ein etabliertes Element der nordischen Vermögensarchitektur.

Die Trennung beider Fonds ist konzeptionell bewusst: Ölgewinne fließen in globales Kapital (GPFG), Sozialversicherungskapital bleibt in der heimischen Wirtschaft (GPFN). Der Mechanismus hat einen Namen: Sterilisierungseffekt. Indem Öleinnahmen konsequent in internationale Märkte geleitet werden statt im heimischen Kreislauf zu verbleiben, werden Währungsaufwertung, binnenwirtschaftliche Überhitzung und die strukturellen Folgen der Holländischen Krankheit institutionell verhindert.

Warum heißt der Fonds „Pension Fund“?

Trotz des Namens ist der GPFG kein Pensionsfonds im technischen Sinne. Er verfügt weder über spezifische Rentenverpflichtungen noch ist er zweckgebunden für die Finanzierung des staatlichen Rentensystems. Die Umbenennung vom Statens petroleumfond in den heutigen Namen erfolgte am 1. Januar 2006 im Zuge einer umfassenden Pensionsreform und der Verabschiedung des Government Pension Fund Act.

Hintergrund der Reform: Das alte norwegische Rentensystem basierte auf einem definierten Leistungsversprechen mit hohen Ersatzquoten, aber kaum Arbeitsanreizen. Demographische Projektionen zeigten Ende der 1990er-Jahre

unmissverständlich: Das System war in seiner bestehenden Form langfristig nicht finanzierbar. Das Reformgesetz wurde 2005 beschlossen, die Umbenennung des Fonds erfolgte 2006. Die eigentliche Pensionsreform wurde schrittweise umgesetzt: Das beitragsorientierte Lebenseinkommensprinzip und das flexible Renteneintrittsalter zwischen 62 und 75 Jahren traten in ihren wesentlichen Teilen erst 2011 in Kraft. Die Umbenennung des Fonds in „Government Pension Fund“ hatte in diesem Kontext eine klare kommunikative Funktion: Sie verankerte den Fonds politisch als Instrument der langfristigen sozialen Daseinsvorsorge und machte ihn symbolisch zum Pfeiler der Rentenreform, auch wenn keine rechtliche Zweckbindung besteht.

Die Handlingsregel als institutioneller Schutzwall

Im Jahr 2001 führte die norwegische Regierung die Handlingsregeln (norwegisch für „Handlungsregel“, im deutschen Sprachraum als Fiskalregel bezeichnet) ein. Sie legt fest, dass die jährlichen Transfers aus dem GPFG in den Staatshaushalt langfristig der erwarteten realen Rendite des Fonds entsprechen sollen: ursprünglich 4 %, seit einer Anpassung im Jahr 2017 bei 3 % des Fondsvermögens.

Die praktische Wirkung ist erheblich: Bei einem Fondsvermögen von NOK 21.268 Milliarden entspricht die 3 %-Grenze einem jährlichen Entnahmepotenzial von rund NOK 638 Milliarden (rund EUR 55 Milliarden bzw. USD 60 Milliarden). Im Jahr 2024 transferierte der Staat NOK 495,7 Milliarden (rund EUR 43 Milliarden) der Erdöleinnahmen in den Fonds; die strukturelle Entnahme für den Haushalt lag bei schätzungsweise NOK 184 Milliarden (rund EUR 16 Milliarden), deutlich unterhalb der Grenze. Zur Einordnung: Der gesamte staatliche Netto-Cashflow aus dem Erdölsektor betrug 2024 rund NOK 680 Milliarden, was einem Anteil von rund 13 % des norwegischen Bruttoinlandsprodukts entspricht (BIP 2024: ca. NOK 5.200 Milliarden). Die tatsächliche Haushaltsstützung durch den GPFG (die Handlingsregeln-Entnahme von NOK 184 Milliarden) deckte rund 8 % der gesamten Staatsausgaben ab. Diese Differenz, zwischen dem voluminösen Rohstoffstrom und dem strukturell begrenzten Haushaltszufluss, ist der institutionelle Kern des Modells: Das Öl gehört dem Fonds, nicht dem Budget. (Quelle: norskpetroleum.no · Statistics Norway 2024) In Krisenjahren wurde die Regel vorübergehend überschritten: 2020

(COVID-Pandemie) betrug die Entnahme NOK 369,3 Milliarden (rund EUR 35 Milliarden), 2021 stieg sie auf den Rekordwert von NOK 402,6 Milliarden (rund EUR 39 Milliarden).

Der Fonds selbst ist gesetzlich verankert (Government Pension Fund Act). Die Fiskalregel hingegen ist keine starre gesetzliche Entnahmeklausel, sondern eine politisch breit getragene Leitlinie des Budgetprozesses: Sie orientiert sich an der erwarteten Realrendite des Fonds und ist als langfristiger struktureller Anker konzipiert, nicht als hartes Jahresmaximum. Ihre entscheidende Funktion liegt nicht in der Genauigkeit der 3 %-Schranke, sondern darin, den Fonds strukturell vor kurzfristigen Haushaltsinteressen zu schützen und volatile Rohstoffeinnahmen von laufenden Staatsausgaben zu entkoppeln.

Drei Faktoren erklären den Erfolg

Überparteilicher politischer Konsens. Die Entscheidung, Erdöleinnahmen systematisch zu sparen statt auszugeben, wurde von wechselnden Regierungen, über Parteigrenzen und Legislaturperioden hinweg, mitgetragen. Fiskalische Disziplin dieser Art ist in demokratischen Systemen strukturell unwahrscheinlich und stellt eines der prägenden Elemente des norwegischen Modells dar.

Institutionelle Unabhängigkeit. Die operative Verwaltung des Fonds liegt bei der Norges Bank Investment Management (NBIM), einer von der Tagespolitik unabhängigen Institution. Das Finanzministerium definiert den strategischen Rahmen per Mandatsschreiben; die Umsetzung erfolgt nach professionellen Investitionsgrundsätzen. Die Governance-Architektur umfasst zudem den Etikkrådet, einen unabhängigen Ethikrat mit Ausschlussmandat für Unternehmen, die gegen festgelegte Kriterien verstoßen, sowie eine strenge parlamentarische Rechenschaftspflicht: Wesentliche Mandatsänderungen erfordern eine formale Stortingsmeldung und politische Zustimmung des Storting.

Zeithorizont. Mehr als drei Jahrzehnte konsequenter Kapitalakkumulation haben den Zinseszinsseffekt auf staatlicher Ebene demonstriert. Ein Land mit 5,5 Millionen Einwohnern hält heute rund 1,5 % aller weltweit börsennotierten Unternehmen, mit steigendem Anteil.

Meilensteine auf einen Blick

Jahr	Ereignis	Einordnung
1969	Ekofisk-Fund bestätigt (Phillips Petroleum)	Ausgangspunkt: unverhoffter Rohstoffreichtum
1970er–1985	Öleinnahmen fließen direkt in den Staatshaushalt	Aufbau des Wohlfahrtsstaats, strukturelle Abhängigkeit entsteht
1986	Ölpreissturz (ca. –60 %, von ~30 auf unter 10 USD/Barrel)	Systemischer Schock, Wohlfahrtsstaat unter Druck
1987–1993	Bankenkrise: Christiania Bank, Den norske Bank, Fokus Bank verstaatlicht	Institutioneller Wendepunkt: zyklische Einnahmen als Staatsgrundlage gescheitert
1990	Storting beschließt Statens petroleumfond	Fondsgründung: institutionelle Antwort auf den Rohstofffluch
1996	Erste Einzahlung: NOK 2 Mrd. (rund EUR 244 Mio.)	Operative Geburtsstunde des Modells
1998	Aktienmandat eingeführt (40 %-Quote)	Renditeorientierung: Fonds verlässt reine Anleihenstrategie
2001	Handlingsregelen eingeführt (ursprünglich 4 %-Entnahmeregel)	Struktureller Schutz: Fonds vor Politikzugriff abgesichert
2004	Etikkrådet (Ethikrat) gegründet	Governance: ethische Standards institutionalisiert
2006	Umbenennung in GPF + Government Pension Fund Act	Symbolische und rechtliche Neupositionierung; Pensionsreform-Gesetz 2005 beschlossen

2011	Wesentliche Elemente der Pensionsreform treten in Kraft	Flexibles Renteneintrittsalter 62–75; Lebenseinkommensprinzip; schrittweise Umsetzung 2006–2011
2007	Aktienquote auf 60 % erhöht	Erhöhtes Renditepotenzial, parlamentarisch beschlossen
2010	Immobilienmandat eingeführt	Diversifikation um Realvermögen ergänzt
2017	Aktienquote auf 70 % + Fiskalregel auf 3 % gesenkt	Längerer Zeithorizont rechtfertigt mehr Aktien; konservativere Entnahme
2019	Upstream-Öl-Unternehmen aus Mandat ausgeschlossen	Risikoarchitektur: Korrelationsrisiko mit staatlichem Ölexposure reduziert
2020–2021	COVID-Krisenentnahmen (NOK 369 Mrd. bzw. NOK 403 Mrd.)	Test der Regelflexibilität: Überschreitung systemkonform, Fonds intakt
2025	AUM: NOK 21.268 Mrd. (rund EUR 1,8 Bio. / USD 2,0 Bio.)	Größter einzeln konsolidierter Staatsfonds; auf vergleichbarem Niveau die chinesischen Strukturen (CIC, SAFE-Reserveverwaltung). Rund 15 % aller globalen SWF-Assets

Während die vorangestellten Meilensteine die qualitative Entstehungsgeschichte des Fonds in einzelnen Wegpunkten erfassen, zeigt die folgende Datenreihe die quantitative Realität dieser Geschichte: den jährlichen Netto-Kapitalfluss vom norwegischen Staat in den Fonds, gemessen als absolute NOK-Summen und als Anteil am Bruttoinlandsprodukt des jeweiligen Jahres. Besonders aufschlussreich ist

dabei der Wendepunkt 2016, als der Fonds erstmals einen Netto-Abfluss verzeichnete: ein leiser, aber strukturell bedeutsamer Moment, in dem das norwegische Modell von der reinen Akkumulations- in die Stabilisierungs-Phase übergang. Die Daten zeigen zudem die Volatilität der Rohstoffeinnahmen unmittelbar, mit Energie-Windfalls in den Jahren 2008 und 2023 sowie Krisenentnahmen 2021 im COVID-Kontext, ohne dass die strukturelle Logik des Fonds dadurch erschüttert worden wäre.

Jahr	Netto-Kapitalfluss GPFG (Mrd. NOK)	Richtung	BIP NOK (Mrd.)	Netto/BIP
2001	+241,8	▲ Zufluss	1.561	+15,5 %
2002	+116,9	▲ Zufluss	1.560	+7,5 %
2003	+108,3	▲ Zufluss	1.623	+6,7 %
2004	+127,6	▲ Zufluss	1.791	+7,1 %
2005	+212,4	▲ Zufluss	2.006	+10,6 %
2006	+300,5	▲ Zufluss	2.243	+13,4 %
2007	+307,9	▲ Zufluss	2.390	+12,9 %
2008	+404,5	▲ Zufluss	2.662	+15,2 %
2009	+346,2	▲ Zufluss	2.488	+13,9 %
2010	+162,4	▲ Zufluss	2.660	+6,1 %
2011	+153,0	▲ Zufluss	2.874	+5,3 %
2012	+231,4	▲ Zufluss	3.055	+7,6 %
2013	+249,5	▲ Zufluss	3.173	+7,9 %
2014	+176,6	▲ Zufluss	3.251	+5,4 %
2015	+129,7	▲ Zufluss	3.231	+4,0 %
2016	-4,9	▼ Erstmals Abfluss	3.220	-0,2 %

2017	-121,2	▼ Abfluss (Ölpreistief)	3.438	-3,5 %
2018	-72,3	▼ Abfluss	3.697	-2,0 %
2019	+53,3	▲ Zufluss	3.733	+1,4 %
2020	+3,9	▲ minimal (COVID)	3.599	+0,1 %
2021	-298,1	▼ Rekord- Abfluss (COVID)	4.480	-6,7 %
2022	-22,6	▼ Abfluss (SSB-Timing)	5.935	-0,4 %
2023	+1.127,6	▲ Energie- Windfall	5.305	+21,3 %
2024	+311,7	▲ Zufluss (Brutto +495,7, Entnahme -184)	5.382	+5,8 %
2025	+327	▲ Zufluss	-*	-

QUELLEN

- Norges Bank Investment Management (NBIM): Annual Report 2025. Oslo.
- NBIM: Return and Risk 2025. Oslo: Norges Bank Investment Management.
- Norwegian Ministry of Finance: White Paper on the Government Pension Fund 2025/2026. Oslo.
- norsketroleum.no: Petroleum-Statistik Norwegen 2025. Oslo: Norwegisches Erdöldirektorat.
- Statistics Norway (SSB): Nationaleinkommen und BIP 2025. Oslo.
- SWFI / Global SWF: Sovereign Wealth Fund Rankings, April 2026.

Systemarchitektur

Der GPFG ist kein Investmentfonds im klassischen Sinne, sondern ein staatsrechtlich verankertes System mit klaren Rollen, Kontrollebenen und Entscheidungsregeln. Finanzministerium, Norges Bank, NBIM und Parlament greifen über differenzierte Mandate ineinander, ohne dass eine Ebene allein entscheiden kann. Dieses Kapitel beschreibt die institutionelle Architektur des Fonds und arbeitet heraus, wie diese Trennung von Strategie, Umsetzung und Aufsicht die Anfälligkeit für kurzfristige politische Eingriffe systematisch reduziert.

Dass der GPFG heute EUR 1,8 Billionen verwaltet, ist nicht das Ergebnis eines außergewöhnlich klugen Investmentprozesses, sondern einer präzise konstruierten Systemarchitektur: einem Cashflow-Kreislauf, der Rohstoffeinnahmen vollständig

und obligatorisch in den Fonds überführt, bevor sie für staatliche Ausgaben verwendbar sind. Dieses Kapitel beschreibt die drei Einnahmequellen des Fonds, die Konstruktionslogik des Transfermechanismus sowie das Anlagemandat, das die Fondsmittel ausschließlich im Ausland und in global diversifizierten Märkten investierbar macht. Die strukturelle Trennung zwischen Rohstoffeinkommen und Staatsbedarf erweist sich dabei als das eigentliche Designprinzip, auf dem alle weiteren Merkmale des Modells aufbauen.

Der Cashflow-Kreislauf

Das Modell folgt einer klaren Mechanik: Alle staatlichen Nettocashflows aus dem Erdölsektor fließen vollständig in den GPFG (Government Pension Fund Global, norwegisch: Statens pensjonsfond utland). Keine Ausnahmen, keine Ermessensregelungen. Die Einnahmequellen umfassen drei Komponenten:

Erdölsondersteuer (Petroleumsskatt): Grenzsteuersatz 78 %

Ölgesellschaften in Norwegen unterliegen einem zweigeteilten Steuersystem: Auf ihre Petroleumserträge zahlen sie zunächst die reguläre Körperschaftsteuer von 22 %, zuzüglich einer speziellen Erdölsondersteuer (Petroleumsskatt) von 56 %. Der kombinierte Grenzsteuersatz von 78 % gilt für Gewinne aus der Förderung. Die Logik ist eine Ressourcenrente: Das Öl im Meeresboden gehört dem norwegischen Volk. Unternehmen erhalten eine Lizenz zur Förderung und zahlen für den Ressourcenwert selbst, nicht nur für ihre unternehmerische Leistung. Als Gegengewicht können Investitionskosten (Exploration, Plattformbau, Infrastruktur) vollständig von der steuerlichen Bemessungsgrundlage abgezogen werden, was die effektive Belastung für investierende Unternehmen reduziert. 2024 erbrachte die Erdölsteuer rund NOK 297 Milliarden (ca. EUR 26 Milliarden), was rund 60 % der Gesamteinnahmen entspricht.

SDFI: State's Direct Financial Interest (Petro AS)

Über die staatliche Verwaltungsgesellschaft Petro AS hält der norwegische Staat direkte finanzielle Beteiligungen an über 30 Erdöl- und Erdgaslizenzen, Feldern und Pipelineprojekten auf dem norwegischen Kontinentalschelf. Der Staat ist damit nicht nur Steuergläubiger und Regulierer, sondern Co-Investor mit proportionaler

Kostenbeteiligung und proportionalem Einnahmenrecht zu laufenden Marktpreisen. Der SDFI wurde 1985 im Zuge einer Reorganisation des damaligen Statoil-Konzerns eingeführt, um eine übermäßige Konzentration staatlicher Ölinteressen in einem einzigen Unternehmen zu vermeiden. Der Staat übernahm damals direkt Teile von Statoils Lizenzbeteiligungen. 2024 erwirtschaftete der SDFI rund NOK 163 Milliarden (ca. EUR 14 Milliarden), entsprechend rund 33 % der Gesamteinnahmen.

Equinor-Dividenden (Staatsbeteiligung ~67 %)

Der norwegische Staat hält rund 67 % der Aktien an Equinor ASA, einem der größten integrierten Energiekonzerne Europas (ehemals Statoil, 2018 umbenannt). Als Mehrheitsaktionär empfängt der Staat einen proportionalen Anteil der jährlichen Dividendenausschüttungen sowie gelegentliche Sonderdividenden. Equinor ist über Norwegen hinaus in rund 30 Ländern aktiv (USA, Brasilien, Afrika, Naher Osten), was den Dividendenstrom geografisch breiter abstützt. 2024 flossen rund NOK 35 Milliarden (ca. EUR 3 Milliarden) aus Equinor-Dividenden in die Staatskasse.

Die drei Einnahmequellen im Vergleich:

Einnahmequelle	Mechanismus	2025 (ca. EUR)	Anteil
① Erdölsondersteuer (78 %)	Gewinnsteuer auf Lizenznehmer	~EUR 32,5 Mrd. (NOK 373,8 Mrd.)	~56 %
② SDFI (Petoro AS)	Co-Investor in Feldern	~EUR 21,5 Mrd. (NOK 246,5 Mrd.)	~37 %
③ Equinor-Dividenden	~67 % Mehrheitsbeteiligung	~EUR 3,0 Mrd. (NOK 34,7 Mrd.)	~5 %
④ Umwelt-/Sondersteuern	CO ₂ -Steuer + Lizenzgebühren	~EUR 0,8 Mrd. (NOK 9,1 Mrd.)	~1 %
Gesamt		~EUR 57,8 Mrd. (NOK 664,0 Mrd.)	100 %

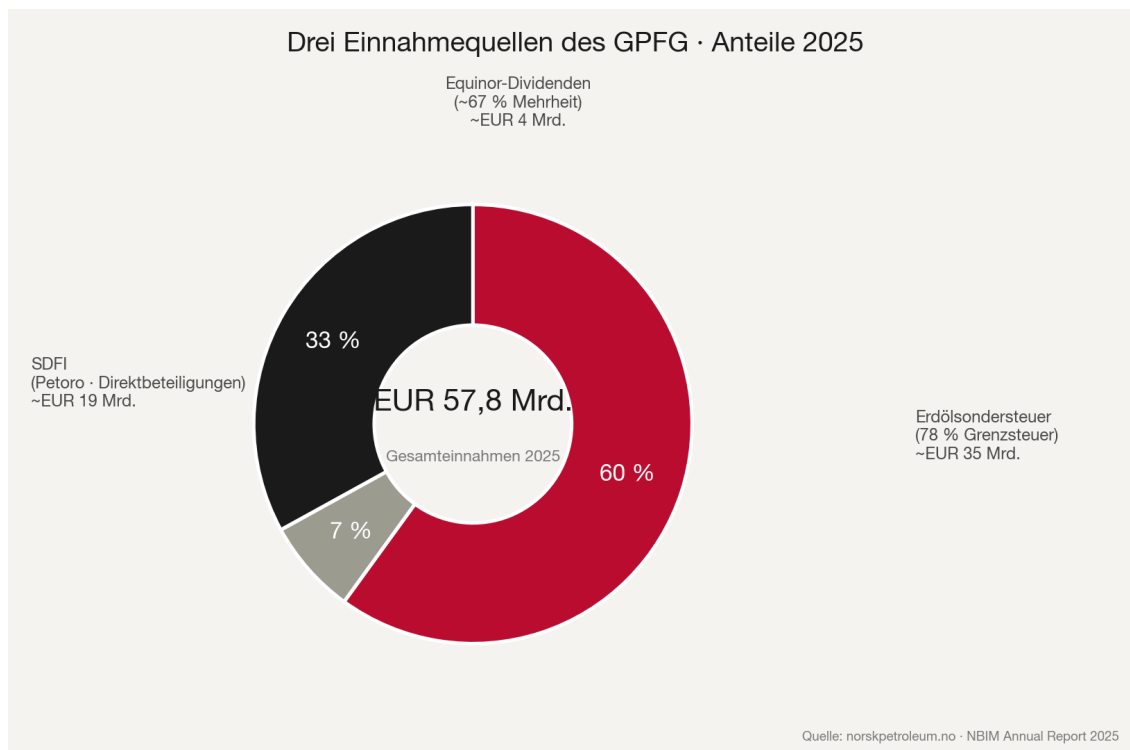


Abb. 4 · Die drei Einnahmequellen aus dem Erdölsektor 2025

Daten: norskpetroleum.no, Statistics Norway

Die schematische Aufteilung verdeutlicht die strukturelle Dominanz der direkten Erdölsteuer, die mit rund 60 % das mit Abstand größte Standbein der Staatseinnahmen aus dem Petroleum-Sektor bildet. Über die SDFI-Direktbeteiligungen erwirtschaftet der norwegische Staat ein weiteres Drittel der Einnahmen unmittelbar als Co-Investor in mehr als 30 Förderlizenzen, während die Equinor-Dividenden mit rund 7 % eine kleinere, aber strategisch breit gestreute Ergänzung darstellen, da der mehrheitlich staatliche Konzern in rund 30 Ländern operativ tätig ist. Aus dieser Dreiteilung ergibt sich ein Einnahmestrom mit unterschiedlichen Risikoprofilen, der die staatliche Abhängigkeit vom Ölpreis zwar nicht beseitigt, aber strukturell streut und damit weniger volatil macht, als es eine reine Förderungsabgabe wäre.

Im Geschäftsjahr 2025 belief sich der staatliche Netto-Cashflow aus dem Erdölsektor auf rund NOK 664 Milliarden (ca. EUR 57,8 Milliarden). Rund NOK 327 Milliarden (ca. EUR 28,5 Milliarden) davon wurden als Kapitalzuführung in den GPFG überwiesen; die verbleibenden rund NOK 337 Milliarden verblieben direkt im Staatshaushalt, unter anderem für Verteidigungsausgaben und die Ukraine-Hilfe

(Quelle: NBIM Annual Report 2025). Das strukturell nicht-öl-bereinigte Defizit, ein übergeordnetes fiskalpolitisches Messkonzept, das alle Kanäle der Erdölmittelnutzung erfasst, belief sich auf rund NOK 534 Milliarden (Quelle: Meld. St. 1, 2025/2026); dieser Wert ist nicht additiv zu den obigen Kapitalflüssen. Der Fonds verzeichnete dennoch ein deutliches Vermögenswachstum von rund NOK 1.531 Milliarden (von NOK 19.737 auf NOK 21.268 Milliarden), getragen durch eine Jahresrendite von +15,1 %. (Quellen: NBIM Annual Report 2025 · norskipetroleum.no · IMF Article IV Norway 2025)

Der Kreislauf in fünf Schritten:

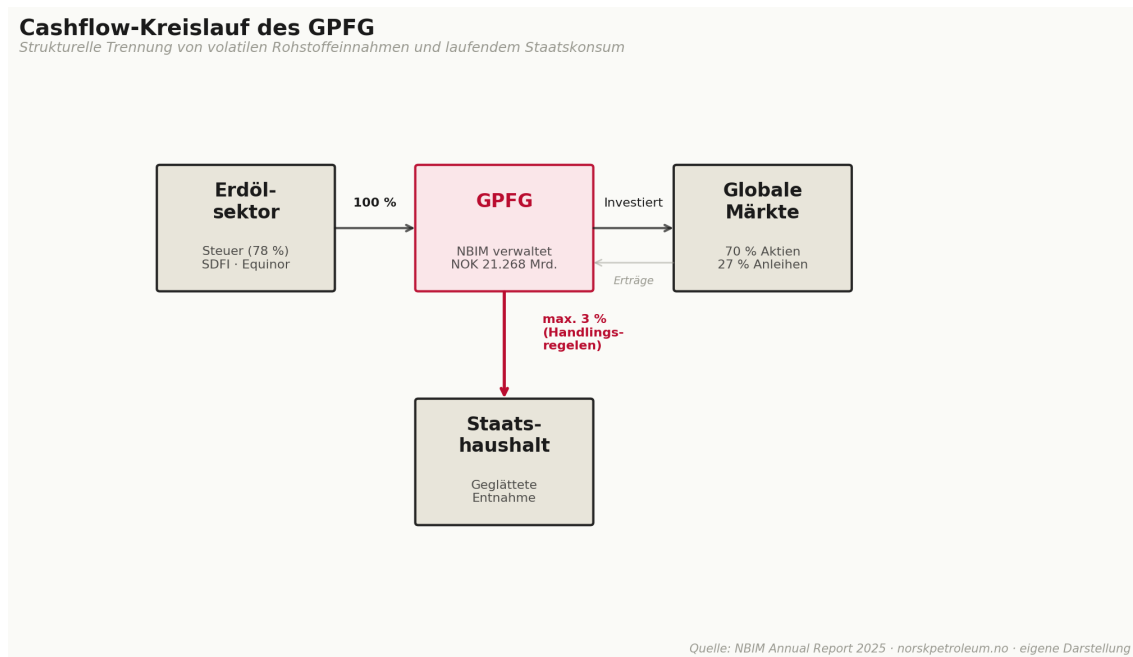


Abb. 5 · Der norwegische Cashflow-Kreislauf in fünf Schritten

Eigene Darstellung

Die schematische Darstellung verdichtet die institutionelle Konstruktionslogik des Fonds auf das Wesentliche: Sämtliche staatlichen Nettocashflows aus dem Erdölsektor fließen vollständig und obligatorisch in den GPFG, der wiederum ausschließlich außerhalb Norwegens in globale Märkte investiert. Die jährliche Rückführung in den norwegischen Staatshaushalt orientiert sich an der Handlingsregel, die als langfristige fiskalische Leitlinie auf die erwartete Realrendite des Fonds abstellt (derzeit rund 3 % des Fondsvermögens) und damit über den Konjunkturzyklus glättet, statt ein hartes Jahresmaximum vorzugeben. Dieser

Mechanismus ist das eigentliche Schutzprinzip des Modells: Er entkoppelt volatile Rohstoffeinnahmen strukturell vom laufenden Staatskonsum und verwandelt sie in eine kalkulierbare, an der Kapitalmarktrendite ausgerichtete Haushaltsressource.

1. Erdöleinnahmen (Steuer + Dividenden + SDFI) fließen vollständig in den GPFG
 2. GPFG investiert ausschließlich außerhalb Norwegens in globale Aktien, Anleihen und Immobilien
 3. Erträge und Dividenden verbleiben im Fonds und werden reinvestiert
 4. Jährlich überweist der Staat gemäß Handlungsregel einen Betrag aus dem Fonds in den Staatshaushalt, der langfristig der erwarteten Realrendite folgt (Richtwert: 3 % des Fondsvermögens)
 5. Der laufende Haushalt wird nicht direkt aus volatilen Öleinnahmen finanziert; die fiskalische Verwendung von Fondsmitteln erfolgt geglättet über den Budgetmechanismus und orientiert sich an der langfristigen Realrendite des Fonds
- Schritt 5 ist der entscheidende: Norwegen trennt die Öleinnahmen strukturell vom laufenden Staatskonsum. Der Fonds ist der Puffer, der volatile Rohstoffeinnahmen in eine kalkulierbare, an der Kapitalmarktrendite ausgerichtete Haushaltsressource verwandelt. Genau das ist anderen ölreichen Staaten nicht gelungen.

Das Anlagemandat

Das Anlagemandat des GPFG ist im Government Pension Fund Act und im jährlichen Mandatsschreiben des Finanzministeriums an NBIM verankert. Die strategische Asset Allocation lautet per 2025:

Assetklasse	Zielallokation	Primärfunktion
Aktien	70 % (per 31.12.2025: 71,3 %)	Wachstum, globale Marktprämie
Festverzinsliche Wertpapiere	27 % (per 31.12.2025: 26,5 %)	Stabilisierung, Liquiditätspuffer

Immobilien (nicht börsennotiert)	bis zu 7 % Mandatsobergrenze (per 31.12.2025: 1,7 %)	Inflationsschutz, Realwertsubstanz
Erneuerbare Energie- Infrastruktur	bis zu 2 % (per 31.12.2025: 0,4 %)	Langfristige inflationsskorrelierte Cashflows

Die 70 %-Aktienquote ist das Ergebnis einer bewussten Entwicklung: 40 % bei Einführung des Aktienmandats 1998, 60 % im Jahr 2007, 70 % seit 2017. Jede Anhebung erforderte einen formalen Parlamentsbeschluss. Die Begründung folgte stets derselben Logik: Ein Fonds mit unbegrenztem Zeithorizont toleriert höhere kurzfristige Volatilität und profitiert entsprechend von höheren Langfristrenditen.

Das Immobilienmandat wurde 2010 eingeführt und schrittweise auf Märkte in Europa, den USA und Asien ausgeweitet. Per Ende 2025 entfallen 54,3 % des nicht börsennotierten Immobilienportfolios auf Europa, 43,7 % auf Nordamerika und 2,0 % auf Asien; die größten Einzelmärkte sind London (17 %), Paris (15,1 %) und Berlin (3,8 %). (Quelle: NBIM Annual Report 2025) Seit 2019 sind Beteiligungen an Upstream-Öl-Unternehmen aus dem Mandat ausgeschlossen. Die Begründung ist dabei häufig missverstanden worden: Es ging nicht um Klimaschutz, sondern um Korrelationsrisiko. Norwegen hält als Nationalstaat bereits ein massives Exposure gegenüber dem Ölpreis, durch seine eigenen Felder, seine Steuereinnahmen und den SDFI. Weitere Positionen in Ölfirmen im GPFG würden das staatliche Gesamtrisiko erhöhen, nicht diversifizieren. Die Entscheidung war eine Risikoarchitektur-Entscheidung.

Das geografische Mandat verbietet Investitionen in Norwegen selbst. Das ist kein operationales Detail, sondern ein konstitutives Merkmal des Systems: Würde NBIM in norwegische Aktien, Anleihen oder Immobilien investieren, entstünde ein Rückkopplungseffekt zwischen staatlichem Kapital und nationaler Wirtschaft. Die vollständige Separierung auf der Investitionsseite ist die institutionelle Verlängerung des Sterilisierungseffekts.

Die Handlingsregel als fiskalischer Anker

(Die konzeptionellen Grundlagen wurden in Kapitel 2 ausgearbeitet; dieses Kapitel beschreibt die Mechanik aus Portfoliosicht und die numerische Wirkung.)

Die Handlingsregel definiert den maximalen Transferpfad aus dem Fonds in den Staatshaushalt. Per 2025 gilt: 3 % des Fondsvermögens zum Jahresende können im Folgejahr entnommen werden.

Wirkung in absoluten Zahlen (Basis: 31.12.2025):

Kennzahl	NOK	EUR	USD
Fondsvermögen	21.268 Mrd.	~1,8 Bio.	~2,0 Bio.
Max. Jahresentnahme (3 %)	~638 Mrd.	~55 Mrd.	~60 Mrd.
Tatsächliche Entnahme 2024	~184 Mrd.	~16 Mrd.	~17 Mrd.
Strukturelle Entnahme 2025 (Verteidigung + Ukraine-Hilfe)	~542 Mrd.	~47 Mrd.	~53 Mrd.
Krisenentnahme 2020 (COVID)	369,3 Mrd.	~35 Mrd.	~38 Mrd.
Krisenentnahme 2021 (Rekord)	402,6 Mrd.	~39 Mrd.	~43 Mrd.
Netto-Zufluss in den GPFG 2025 (Petroleum-Inflows)	+NOK 327 Mrd.	+EUR 28 Mrd.	+USD 32 Mrd.

Historische Entnahmen und Durchschnitte (Näherungswerte · Basis: NBIM-Jahresberichte):

Zeitraum	Ø Entnahme p.a. (NOK Mrd.)	Ø Entnahme p.a. (EUR Mrd.)
Ø 3 Jahre (2022–2024)	~259 Mrd.	~23 Mrd.
Ø 5 Jahre (2020–2024)	~309 Mrd.	~27 Mrd.
Ø 10 Jahre (2015–2024)	~267 Mrd.	~24 Mrd.
Seit erster Entnahme (ab 2001)	~158 Mrd.	~14 Mrd.

Kumulierte Gesamtentnahme seit 2001 (Schätzung): rund NOK 4,3 Billionen (ca. EUR 375–390 Milliarden), was rund 75 % des aktuellen norwegischen Bruttoinlandsprodukts entspricht (BIP 2025: ~EUR 510 Milliarden). Anders formuliert: In 25 Jahren hat Norwegen fast ein volles Jahres-BIP aus dem Fonds entnommen. Der Fonds ist dabei von EUR 244 Millionen auf EUR 1,8 Billionen gewachsen.

3 % ist eine Obergrenze, keine Pflicht. In guten Jahren kann und soll weniger entnommen werden. 2024 betrug die tatsächliche Entnahme nur NOK 184 Milliarden, was weniger als 30 % des erlaubten Maximums entsprach. 2025 stieg die Entnahme auf rund NOK 542 Milliarden, getrieben durch erhöhte Verteidigungsausgaben und die Ukraine-Hilfe; dies entspricht rund 2,5 % des Fondsvermögens und blieb damit weiterhin unter der 3-Prozent-Obergrenze. Die Disziplin, auch in starken Jahren unter der Grenze zu bleiben, ist integraler Bestandteil des Modells. Die Regel schützt nicht nur vor Überentnahmen, sie setzt auch politischen Anreiz für Zurückhaltung.

Das Zinseszins-Fundament: Die historische Nominalrendite des GPFG seit 1998 beträgt rund 6,6 % p.a. Solange die Rendite strukturell über der 3 %-Entnahme liegt, wächst der Fonds real, selbst bei vollständiger Ausnutzung der Regel. Die Schere zwischen Kapitalmarktrendite und Entnahmerate ist der eigentliche Wachstumsmotor des Modells.

Zur Einordnung: Die durchschnittliche Inflationsrate in Norwegen lag im selben Zeitraum (1998–2025) bei rund 2,2 % p.a. (Quelle: Statistics Norway). Der reale Kapitalzuwachs des Fonds beträgt damit rund 4,4 % p.a. Eine substantielle Realrendite über mehr als 25 Jahre. Zum Vergleich: Ein klassisches Umlagesystem

generiert strukturell keine Realrendite; es reicht Beiträge durch, es akkumuliert kein Kapital.

Was das pro Kopf bedeutet: Bei rund 5,5 Millionen Einwohnern entfällt auf jeden Norweger ein rechnerischer Fondsanteil von rund EUR 327.000. Die historische Nominalrendite von 6,6 % p.a. erwirtschaftet jährlich rund EUR 119 Milliarden, was rund EUR 21.400 pro Kopf und Jahr entspricht. In den letzten fünf Jahren (2021 bis 2025) erzielte der Fonds trotz des Verlustjahres 2022 eine kumulierte Gesamtrendite von rund 49 %, entsprechend einem geschätzten Kapitalertrag von EUR 580 bis 610 Milliarden, also rund EUR 105.000 bis 110.000 je Norweger. Seit der ersten Investition 1998 summieren sich die Investitionserträge auf rund EUR 1,16 Billionen (NOK 13.372 Milliarden kumulativer Gewinn nach Managementkosten), rund EUR 210.000 pro Kopf. (Quellen: NBIM Annual Report 2025 · NBIM Web Report 2025)

Eine Klarstellung vorab: Der GPFG ist kein Pensionsfonds im technischen Sinn. Er sichert staatliche Handlungsfähigkeit, keine individuellen Rentenansprüche. Der Vergleich mit dem Umlagesystem dient als strukturelles Kontrastbild: Viele Staaten stehen in der sozialpolitischen Debatte vor der Wahl zwischen diesen beiden Logiken. Das Nebeneinanderstellen macht den strukturellen Vorteil des Kapitaldeckungsmodells sichtbar, unabhängig davon, wie der Fonds formal kategorisiert wird.

In Krisen Jahren kann die Regel vorübergehend überschritten werden. Das ist systemkonform: Die Handlingsregel ist ein langfristiger struktureller Anker, kein absolutes Jahresmaximum. Entscheidend ist, dass der Fonds nach Krisenüberschreitungen strukturell in die 3 %-Zone zurückgeführt wird.

Kapitaldeckung statt Umlageverfahren

Der GPFG (Government Pension Fund Global) steht in direktem strukturellen Gegensatz zu einem Umlagesystem:

Merkmals	GPFG (Kapitaldeckung)	Umlageverfahren
Finanzierungsquelle	Kapitalerträge globaler Investitionen	Beiträge aktiver Erwerbstätiger
Demografische Abhängigkeit	Keine (Kapital arbeitet unabhängig)	Hoch (Verhältnis Zahler zu Empfänger)
Langfristige Tragfähigkeit	Strukturell gesichert	Von Bevölkerungsentwicklung abhängig
Hauptrisiko	Kapitalmarktrisiko	Demografisches und politisches Risiko
Steuerungsmechanismus	Entnahmerate	Beitragssatz oder Leistungskürzungen

Das GPFG ist damit in seiner Kapitalstruktur weitgehend demographieunabhängig: Wenn Norwegen in 30 Jahren altert und das Verhältnis von Erwerbstätigen zu Rentnern sinkt, arbeitet das akkumulierte Kapital weiterhin im gleichen Umfang. Es braucht keine Beitragszahler. Das ist ein struktureller Vorteil, den kein Umlagesystem replizieren kann.

Die Pensionsreform 2006 hat das norwegische Rentensystem zwar auf beitragsorientierte Grundlagen gestellt (vgl. Kapitel 2), das Umlagesystem aber nicht vollständig abgelöst. Der GPFG ist das ergänzende Kapitalreservoir: Er sichert staatliche Handlungsfähigkeit unabhängig von der demografischen Entwicklung, ohne selbst ein Rentenfonds im technischen Sinne zu sein.

Maßstabeffekte: Warum Größe Strategie erzwingt

Ein Fonds mit rund EUR 1,8 Billionen AUM (Stichtag: 31.12.2025) steht vor strukturellen Zwängen, die kleinere Investoren nicht kennen:

Passivität als strukturelle Notwendigkeit: Bei dieser Größe ist Stock-Picking im großen Stil nicht umsetzbar, ohne die eigenen Zielkurse zu bewegen. Wenn NBIM (Norges Bank Investment Management) eine Position in einem mittelgroßen Unternehmen aufbaut, kann allein die Transaktion den Kurs beeinflussen. NBIM

repliziert deshalb gewichtete Marktindizes und vereinnahmt die globale Marktprämie (Beta). Aktives Management ist vorhanden, aber auf ein Tracking-Error-Budget von rund 1,25 % gegenüber dem Benchmark limitiert.

War NBIM von Anfang an passiv? Nein, die Entwicklung verlief schrittweise. Beim Start 1996 investierte der Fonds ausschließlich in Staatsanleihen: passiv per Konstruktion, ohne aktive Entscheidungsspielräume. Nach Einführung des Aktienmandats 1998 wurde zunächst auch aktives Stock-Picking betrieben. Die entscheidende Zäsur kam 2009: Das norwegische Finanzministerium beauftragte eine unabhängige Analyse (Ang, Andrew; Goetzmann, William N.; Schaefer, Stephen M.: *Evaluation of Active Management of the Norwegian Government Pension Fund, Global*, Columbia University / Yale School of Management / London Business School, 2009), die zeigt, dass der überwiegende Teil der historischen Überrenditen auf systematische Faktor-Prämien zurückzuführen ist, nicht auf Stockpicking-Fähigkeit. Die Schlussfolgerung: passive Indexreplikation mit enger aktiver Risikogrenze ist die dominante Strategie für einen Fonds dieser Größe.

Das stützt sich auf eine breitere empirische Basis: Brinson, Hood und Beebower zeigten bereits 1986 in ihrer vielzitierten Studie *Determinants of Portfolio Performance* (Financial Analysts Journal, Vol. 42, Nr. 4, S. 39–44), dass rund 90 % der Varianz von Portfoliorenditen durch die gewählte Asset Allocation erklärt wird, nicht durch Einzeltitelauswahl und nicht durch Market Timing. Brinson, Singer und Beebower bestätigten diesen Befund 1991 in einer aktualisierten Fassung (*Determinants of Portfolio Performance II: An Update*, FAJ Vol. 47, Nr. 3, S. 40–48). Hinweis: Die populäre Interpretation „Asset Allocation erklärt 90 % der Renditen“ ist eine Vergrößerung der Originalaussage, die sich strikt auf die Varianz innerhalb eines einzelnen Portfolios bezieht (vgl. Ibbotson/Kaplan 2000). Die Implikation ist eindeutig: Wer die richtigen Assetklassen in den richtigen Gewichtungen hält, hat den entscheidenden Hebel bereits gedrückt. Alles andere ist Feintuning.

Warum kein separates aktives Vehikel in kleinerem Maßstab? Das Mandat des GPFG schreibt den Gesamtfonds als institutionelle Einheit vor. Eine Aufspaltung in passive und aktive Tranchen würde die politische Kontrollierbarkeit gefährden: Jede große aktive Abweichung wäre öffentlich begründungspflichtig. Das Tracking-Error-Budget von 1,25 % ist eine parlamentarisch bestätigte Grenze. Der Spielraum für aktive Wetten ist gewollt klein.

Zur Geschichte dieser Grenze: Das Budget lag ursprünglich bei 1,5 %, wurde nach der Finanzkrise 2008/09 auf 1,0 % abgesenkt und 2017 im Zuge der Aktienquoten-Erhöhung auf den aktuellen Wert von 1,25 % angehoben. Seit 2017 ist es stabil.

Eine in der Fachliteratur diskutierte Alternative ist die Masterfonds-Architektur: Ein übergeordnetes Fondsvehikel teilt sein Kapital formal in einen passiven Kern (z.B. 90–95 % des AUM, also Assets under Management) mit enger Benchmark-Bindung und ein aktives Satelliten-Mandat (5–10 %, eigenständiges Tracking-Error-Budget, separate Erfolgsmessung). Einige andere Staatsfonds gehen diesen Weg: Der Neuseeländische Superannuationsfonds arbeitet mit einem sogenannten Reference Portfolio als passivem Anker und aktiven Overlay-Strategien obendrauf. Für den GPFG ist dieser Schritt bewusst nicht vollzogen worden. Das aktive Tracking-Error-Budget ist de facto eine Überlagerung, formal bleibt der Fonds jedoch eine Einheit. Der Grund ist politischer Natur: Sobald ein aktives Mandat als separate Tranche sichtbar wird, entsteht öffentlicher Erwartungsdruck auf Mehrperformance. Bleibt es eingebettet, bleibt es unauffällig.

Kosteneffizienz als strukturelles Alpha: Die Managementkosten des GPFG liegen bei rund 0,04 % p.a. (exakt: 3,3 Basispunkte exkl. Performance Fees, 3,9 Basispunkte inkl.; NBIM Annual Report 2025). Der Begriff TER wäre hier unpräzise, da NBIM Managementkosten in Basispunkten ausweist, nicht als TER im UCITS-Sinn. Ein aktiv verwalteter Aktienfonds liegt typischerweise bei 1,0 bis 1,8 %. Bei EUR 1,8 Billionen AUM entspricht die Kostendifferenz von rund 1 % jährlich rund EUR 18 Milliarden. Über Jahrzehnte akkumuliert ist der Kostenvorteil ein eigenständiger Renditefaktor. Passivität ist damit nicht nur eine strategische, sondern auch eine ökonomische Entscheidung: Der Fonds ist so groß, dass Kostenminimierung wichtiger ist als Alpha-Suche.

Eigentüermacht als Governance-Werkzeug: Mit rund 1,5 % aller weltweit börsennotierten Aktien ist NBIM auf fast jeder globalen Hauptversammlung vertreten. NBIM stimmt auf rund 10.900 Hauptversammlungen weltweit pro Jahr ab, mit öffentlichen und konsistent angewendeten Richtlinien zu Vergütung, Klimarisiken, Boardzusammensetzung und Transparenz. Das ist Governance als Langfrist-Rendite-Instrument.

Die scheinbare Diskrepanz zwischen rund 7.200 Portfoliounternehmen und rund 10.900 Hauptversammlungen erklärt sich durch drei Faktoren: Erstens halten viele Unternehmen mehrere Aktienklassen (Stamm- und Vorzugsaktien), für die getrennte Abstimmungen stattfinden. Zweitens treten neben der ordentlichen Jahreshauptversammlung (AGM, Annual General Meeting, behandelt Pflichtpunkte wie Jahresabschluss, Dividende und Vorstandsentlastung) auch außerordentliche Hauptversammlungen auf (EGM, Extraordinary General Meeting, bei besonderen Anlässen: Kapitalerhöhungen, Fusionen, Satzungsänderungen, Abberufung von Führungskräften). Drittens hält NBIM in einigen Fällen Beteiligungen in Holdingstrukturen, deren Tochtergesellschaften ebenfalls Abstimmungen durchführen. NBIM veröffentlicht alle abgegebenen Stimmen, Begründungen und Engagement-Aktivitäten im jährlichen Active Ownership Report: ([→ nbim.no/en/publications/](https://nbim.no/en/publications/))

In welchen Bereichen konnte NBIM durch aktive Eigentümerschaft nachweislich Wirkung erzielen? Drei dokumentierte Beispiele:

ExxonMobil (2021): NBIM stimmte für die Kandidatenliste des Aktivisten-Investors Engine No. 1, der drei klimaorientierte Vertreter in den Board von ExxonMobil wählen ließ. Es war einer der aufsehenerregendsten Proxy-Fights der jüngeren Geschichte: Erstmals saßen klimapolitisch anders positionierte Boardmitglieder im Aufsichtsgremium des weltgrößten börsennotierten Ölkonzerns. NBIMs Stimmgewicht von rund 1,3 % war angesichts des knappen Ergebnisses nicht zu unterschätzen.

Vergütung / Say on Pay: NBIM lehnt Vergütungsberichte systematisch ab, wenn Bezüge nicht an langfristige Unternehmensleistung geknüpft sind. In einem durchschnittlichen Jahr stimmt NBIM gegen mehr als 30 % der Vergütungsvorlagen in den USA. Die konsequente öffentliche Begründungspflicht (jede Gegenstimme wird auf nbim.no veröffentlicht) erzeugt Signalwirkung weit über die eigenen Portfoliounternehmen hinaus.

Board-Diversität in Japan: Japan ist traditionell ein schwieriger Markt für Governance-Forderungen. NBIM veröffentlichte ab 2017 klare Position Papers zu Board-Diversität und führte bilaterale Engagements mit

japanischen Konzernen. Bis 2023 hatte der Anteil weiblicher Boardmitglieder in NBIMs japanischem Portfolio messbar zugenommen, nicht durch regulatorischen Zwang, sondern durch beharrlichen Dialog.

QUELLEN

- Norges Bank Investment Management (NBIM): Annual Report 2025. Oslo (März 2026).
- norskpetreoleum.no: Petroleum-Statistik Norwegen 2025. Oslo: Norwegisches Erdöldirektorat.
- IMF: Norway — 2025 Article IV Consultation. Country Report No. 25/xxx. Washington D.C.
- Norwegian Ministry of Finance: Report to the Storting No. 2 (2017-2018) – The management of the Government Pension Fund in 2017. Oslo.
- Norwegian Ministry of Finance: Report to the Storting No. 2 (2022-2023). Oslo, 2023.
- Norges Bank: Historical overview of the Government Pension Fund Global 1990-2025. Oslo.
- Ang, A.; Goetzmann, W. N.; Schaefer, S. M.: Evaluation of Active Management of the Norwegian Government Pension Fund Global. Columbia / Yale / LBS, 2009.
- Brinson, G. P.; Hood, L. R.; Beebower, G. L.: Determinants of Portfolio Performance. Financial Analysts Journal, Vol. 42 (4), 1986, S. 39–44.
- Brinson, G. P.; Singer, B. D.; Beebower, G. L.: Determinants of Portfolio Performance II: An Update. FAJ, Vol. 47 (3), 1991, S. 40–48.
- Ibbotson, R. G.; Kaplan, P. D.: Does Asset Allocation Policy Explain 40, 90, or 100 Percent of Performance? FAJ, Jan/Feb 2000.

Investmentstrategie

Die Investmentstrategie folgt einer bewusst einfachen Grundallokation von etwa 70 % globalen Aktien und 30 % Anleihen, ergänzt um eine wachsende Position in unbörsentlich gehandelter Infrastruktur, insbesondere im Bereich erneuerbarer Energien. Der Kern ist passiv, die Umsetzung jedoch hochaktiv im operativen Sinne. Dieses Kapitel analysiert die Allokationslogik, die Begründung der Aktienquoten-Erhöhungen seit 1998, die Rolle der Marktabdeckung über 7.201 Aktien-Emittenten und rund 7.600 Anleihen-Emittenten (Stand 31.12.2025, NBIM Annual Report 2025) und die strategische Funktion der Kostendisziplin bei einer Gesamtkostenquote von 0,04 %.

Die Investmentstrategie des GPFG basiert auf einer globalen Aktienquote von 70 %, die aus einem jahrzehntelangen parlamentarischen Lernprozess hervorgegangen ist: von ursprünglich 40 % bei der ersten Aktienallokation 1998 über die Revision auf 60 % im Jahr 2007 bis zur heutigen Quote, die die Mork-Kommission 2017 auf Basis externer Renditeanalysen empfahl. Dieses Kapitel erläutert die ökonomische Logik dieser Allokationsentscheidungen, beschreibt die Benchmark-Konstruktion auf Basis des FTSE Global All Cap Index sowie die globale Streuung über 7.201 Unternehmen in 68 Ländern und analysiert, warum der Fonds bei diesem Volumen strukturell auf einen passiven, marktbreiten Ansatz angewiesen ist. Die Investmentstrategie ist damit nicht das Ergebnis einer einmaligen Entscheidung, sondern ein empirisch gereiftes institutionelles Konstrukt, dessen Logik auch auf andere Anlagerahmen übertragbar ist.

Asset Allocation: Die 70/30-Entscheidung

Der Government Pension Fund Global (GPFG; norwegisch: Statens pensjonsfond utland, SPU) folgt einer klar definierten strategischen Asset Allocation: 70 % Aktien, 27 % Anleihen, bis zu 7 % nicht börsennotierte Immobilien (Mandatsobergrenze; tatsächlich 1,7 % per 31.12.2025), und seit 2019 zusätzlich bis zu 2 % in ungelistete erneuerbare Energie-Infrastruktur (tatsächlich 0,4 % per 31.12.2025). Was simpel klingt, ist das Ergebnis jahrzehntelanger parlamentarischer Debatten über Risikotragfähigkeit, Zeithorizont und gesellschaftliche Akzeptanz.

Die Geschichte der Aktienquote zeigt, wie sich das Denken über Zeit verändert hat:

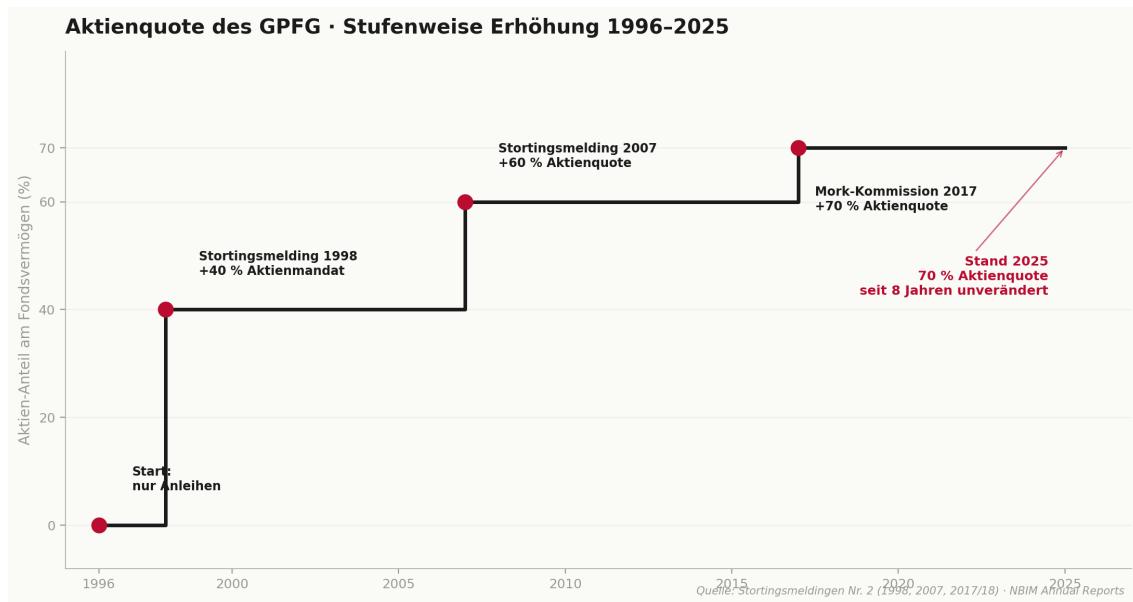


Abb. 6 · Entwicklung der Aktienquote 1998–2025

Daten: NBIM Annual Report 2025

Das Stufendiagramm visualisiert den Transformationsprozess über knapp drei Jahrzehnte: Vom reinen Anleihenfonds (1996) über die ersten 40 % Aktien (1998) zur Erhöhung auf 60 % (2007) und schließlich auf die heutige Quote von 70 % (2017). Jeder Schritt erforderte einen formalen Parlamentsbeschluss durch das Storting und folgte demselben Argumentationsmuster: Ein Fonds mit unbegrenztem Zeithorizont kann höhere kurzfristige Volatilität tolerieren und profitiert von höheren Langfristrenditen. Dass Norwegen für jede Erhöhung externe Gutachter beauftragt und parlamentarisch debattiert hat, ist im internationalen Staatsfonds-Vergleich einzigartig und erklärt, warum diese Entscheidungen über Regierungswechsel hinweg unverändert getragen wurden.

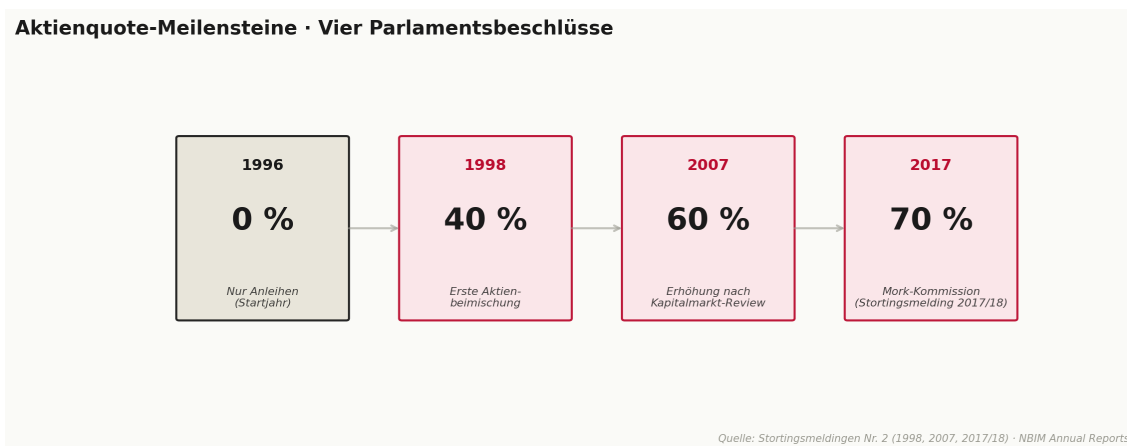


Abb. 7 · Parlamentarische Entscheidungspunkte der Aktienquote

Daten: NBIM, Storting · eigene Darstellung

Die Timeline verdichtet die vier parlamentarischen Entscheidungspunkte zur Aktienquote des GPFG zu einer visuellen Übersicht und ergänzt das vorangehende Stufendiagramm um die jeweiligen institutionellen Anlässe. Sichtbar wird, dass jede Erhöhung der Aktienquote durch ein eigenes parlamentarisches Verfahren mit externer Gutachterbeauftragung legitimiert wurde und damit institutionell deutlich besser abgesichert ist als eine reine Management-Entscheidung wäre.

Jede Erhöhung folgte demselben Muster: Finanzministerium beauftragt externe Gutachter, Norges Bank gibt Empfehlung ab, Storting stimmt ab. Keine Entscheidung ohne demokratische Legitimation. Das erklärt, warum Änderungen langsam, aber nachhaltig umgesetzt werden.

Stand 2025/2026: Das Finanzministerium hat im Frühjahr 2026 eine strategische Überprüfung der Anlagestrategie des GPFG eingeleitet. Zentrale Themen sind das Anleiheportfolio, geopolitische Risiken sowie Konzentrationsrisiken im Aktienportfolio, die durch den markanten Anstieg einzelner Technologietitel in der Benchmark entstanden sind. Norges Bank wird dem Ministerium ihre Analysen und Empfehlungen im Herbst 2026 vorlegen. Eine Entscheidung über mögliche Anpassungen der strategischen Aktienquote wird voraussichtlich im Weißbuch 2027 (Meld. St. 2, 2026–2027) getroffen. Die 70-%-Zielquote bleibt bis dahin unverändert in Kraft. (Quellen: Norges Bank, Ida Wolden Bache, Hearing vor dem Storting, 13. Mai 2026; Norwegian Ministry of Finance: Meld. St. 22 (2024–2025), White Paper on the Government Pension Fund 2025.)

Parlamentarische Kontrolle: Wie viel Macht hat das Storting?

Grundsatzentscheidungen werden im Storting mit einfacher Mehrheit beschlossen (50 % +1 der anwesenden Abgeordneten). Das gilt für das zugrundeliegende Gesetz (Lov om Statens pensjonsfond), für Stortingsmeldinger und für die Rahmenvorgaben an das Finanzministerium. Das Ministerium setzt dann innerhalb dieses Rahmens das konkrete Investitionsmandat fest; Norges Bank NBIM vollzieht es operativ.

Kann das Parlament den Fonds auflösen? Technisch: ja, mit einfacher Mehrheit. Praktisch: Das wäre politisch undenkbar und ökonomisch selbstzerstörerisch. Der Fonds repräsentiert das kollektive Generationenvermögen Norwegens. Jede Regierung, die eine Auflösung versucht, würde sich selbst abwählen. Hinzu kommt: Eine rasche Liquidierung des Fondsvermögens und Einspeisung in den Staatshaushalt würde die Norwegische Krone kollabieren lassen und massivste Inflation auslösen. Mehrere Rechtswissenschaftler haben argumentiert, der Fonds solle verfassungsrechtlich als Generationenvermögen geschützt werden; bislang ohne Gesetzgebungsfolge.

Die Begründungslogik ist überzeugend einfach: Ein Fonds mit multigenerationalem Zeithorizont und ohne kurzfristige Liquiditätsverpflichtungen kann Marktschwankungen aussitzen, die für einen typischen institutionellen Investor existenzbedrohend wären. Je länger der Anlagehorizont, desto mehr spricht für Aktien. 70 % sind dabei nicht das Ende der Diskussion: 2018 wurde geprüft, ob Anleihen gänzlich gestrichen werden sollten. Die Antwort war Nein, weil Anleihen in Stresssituationen als Rebalancing-Masse fungieren.

Diversifikation: Wie weit ist weit genug?

Ende 2025 war der GPF in 7.201 Unternehmen in 68 Ländern investiert. (Quelle: NBIM Annual Report 2025. Nächstes Update: Jänner 2027 bei Erscheinen des Annual Report 2026.) Das Aktienportfolio umfasst damit annähernd alle relevanten börsennotierten Unternehmen weltweit. Der Fonds hält im Durchschnitt etwa 1,5 % aller global gelisteten Aktien, in einigen europäischen Märkten liegt der Anteil deutlich darüber.

Dass eine solche Streubreite heute als institutioneller Standard gilt, ist nicht selbstverständlich, sondern das Ergebnis eines intellektuellen Erkenntnisprozesses,

den Peter Bernstein in *Against the Gods* (1996) auf vier Jahrhunderte zurückverfolgt: von den frühen Wahrscheinlichkeitsberechnungen Pascals und Bernoullis Nutzenfunktion (1738) bis zu Harry Markowitz' Portfolio Selection (1952), der mathematisch belegte, dass nicht die Rendite einzelner Anlagen entscheidend ist, sondern das Zusammenspiel ihrer Korrelationen. Diversifikation ist in dieser Lesart keine Faustregel und kein Kompromiss, sondern das empirisch und institutionell erprobte Ergebnis eines langen wissenschaftlichen Prozesses: der Nachweis, dass globale Streuung die einzige risikolose Renditekomponente im Kapitalmarkt darstellt, unabhängig von Marktprognosen und Titelauswahl. Kaum ein institutionelles Modell hat dieses Prinzip so konsequent umgesetzt wie der GPFG.

Warum 1,5 % global, aber über 2 % in Europa?

Der GPFG gewichtet nach Marktkapitalisierung innerhalb seiner Benchmark. Innerhalb eines Landes sind alle Positionen also proportional zum jeweiligen Börsenwert. Die Ländergewichtung selbst weicht jedoch vom reinen Marktkapitalisierungsgewicht ab: Das norwegische Finanzministerium hat historisch eine höhere Europa-Quote als der reine Marktanteil vorgegeben. Resultat: In europäischen Märkten liegt der Fondsanteil über 2 %, in den USA und Asien entsprechend darunter. Dieses Prinzip wird im folgenden Abschnitt erläutert.

Aktien: Benchmark ist der FTSE Global All Cap Index (FTSE: Financial Times Stock Exchange), vom norwegischen Finanzministerium mandatspezifisch angepasst (insbesondere mit einer strukturellen Untergewichtung der USA und einer Übergewichtung Europas gegenüber dem reinen FTSE-Marktgewicht). Regionale Verteilung der GPFG-Aktien-Benchmark (Stichtag Anfang 2026, gemäß NBIM Strategy 2026–2028 und Handelsblatt-Datenstand 04.05.2026): USA rund 54 %, Europa rund 22 %, Asien-Pazifik und Emerging Markets rund 24 %.

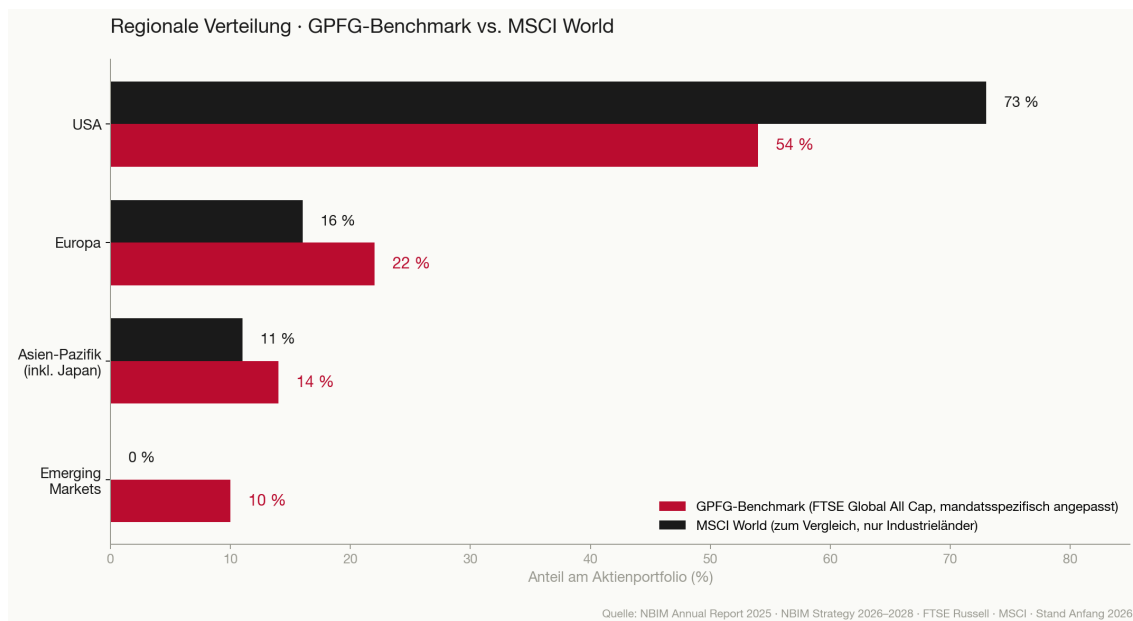


Abb. 8 · Regionale Gewichtung des GPFG gegenüber MSCI World

Daten: NBIM, MSCI · eigene Berechnung

Die Gegenüberstellung verdeutlicht eine bewusste Mandats-Konstruktion: Wo der MSCI World zu rund drei Viertel aus US-Titeln besteht und Schwellenländer komplett ausschließt, gewichtet das norwegische Finanzministerium die USA strukturell unter und ergänzt das Portfolio um einen signifikanten Anteil an Emerging-Markets-Aktien. Die Übergewichtung Europas ist historisch begründet und folgt der Überlegung, dass Norwegen wirtschaftlich eng mit Europa verflochten ist und ein Europa-Bias damit als natürliche Absicherung gegen Konjunkturrisiken wirkt, die das Land ohnehin treffen würden. Diese Konstruktion ist nicht zufällig, sondern Ergebnis jahrzehntelanger parlamentarischer Justierung und bewusster Abweichung vom reinen Marktkapitalisierungs-Gewicht.

FTSE Global All Cap vs. MSCI World: Warum ist der US-Anteil niedriger als erwartet?

Im MSCI World liegt die USA bei rund 70 %, im FTSE Global All Cap (Standardversion) bei rund 63 %. Der mandatspezifisch angepasste GPFG-Benchmark zeigt mit rund 54 % nochmals einen reduzierten US-Anteil. Zwei Ursachen:

1. Unterschiedliche Indizes. Der FTSE Global All Cap umfasst neben Large- und Mid-Caps auch Small- und Micro-Cap-Aktien sowie Schwellenländer (China, Indien,

Brasilien, etc.). In diesen Segmenten haben Europa und Asien relativ mehr Gewicht. Der MSCI World hingegen ist auf Industrieländer und Large/Mid-Caps beschränkt, weshalb US-Mega-Caps dominanter erscheinen.

Merkmal	FTSE Global All Cap	MSCI ACWI	MSCI World	GPFG-Benchmark
Universum	Developed + EM	Developed + EM	Nur Developed	Customized
Segmente	Large+Mid+Small+Micro	Large+Mid	Large+Mid	Large+Mid+Small
Anzahl Aktien	~9.000+	~2.900	~1.500	~8.800
USA-Anteil	~63 %	~64 %	~73 %	~54 %
Europa	~18 %	~17 %	~16 %	~22 %
Asien-Pazifik (entwickelt)	~12 %	~12 %	~11 %	~14 %
Emerging Markets	~12 %	~12 %	0 %	~10 %

Das GPFG-Benchmark hat also nicht nur einen anderen Ausgangsindex als der MSCI World, sondern weicht zusätzlich durch das Mandat noch einmal deutlich ab, erkennbar am Europa-Anteil von ~22 % gegenüber ~18 % im FTSE All Cap. Die Trennung zwischen entwickeltem Asien-Pazifik (Japan, Australien, Hongkong, Singapur) und Emerging Markets ist methodisch wichtig: Japan ist mit rund 5 bis 6 % des GPFG-Benchmarks einer der größten Einzelmärkte, gehört jedoch nicht zu den Schwellenländern.

2. Historische Europabias des Mandats. Das Finanzministerium hat seit der Fondsgründung eine höhere Europa-Quote vorgegeben, als der reine Marktanteil rechtfertigen würde. Begründung: Norwegen ist wirtschaftlich eng mit Europa verflochten (Handel, Konjunktur, Währungskorrelation). Ein Europabias im Fonds wirkt als natürliche Absicherung gegen Wirtschaftsrisiken, die Norwegen ohnehin

treffen. Diese Überwichtung wurde über die Jahre schrittweise reduziert, aber nie vollständig abgebaut.

54 % USA bei gleichzeitig 22 % Europa ist kein Zufall, sondern eine bewusste Konstruktionsentscheidung.

Anleihen: Das Anleiheportfolio besteht aus Staatsanleihen (Kern), Unternehmensanleihen und Schwellenländeranleihen. Benchmark: Bloomberg Global Aggregate Bond Index (bereinigt). Laufzeitprofil liegt bewusst im mittleren Bereich, da das Fondsmandat keine Duration-Spekulation vorsieht.

Bloomberg Global Aggregate Bond Index (bereinigt): was steckt drin?

Der GPFG verwendet als Anleihe-Benchmark eine angepasste Version des Bloomberg Global Aggregate Bond Index. Eckdaten:

Merkmal	Wert
Staatsanleihen (Govies)	~55–60 %
Unternehmensanleihen (Investment Grade)	~25–30 %
Verbriefungen (MBS, ABS, Covered Bonds)	~10–15 %
Schwellenländer-Anleihen	~5–8 %
High Yield	0 % (ausgeschlossen)
Ø-Duration	~6,5–7,5 Jahre
Gewichtung	Nach ausstehendem Betrag (Marktkapitalisierung)
Bonitätsklassen	Ausschließlich Investment Grade (BBB- und besser)
Länder/Securities	~68 Länder, ~28.000 Wertpapiere
Globales Marktvolumen (IG-Anleihen gesamt)	~USD 65–75 Billionen
GPFG-Anleiheportfolio	~EUR 480 Milliarden (27 % × EUR 1,8 Bio.)
GPFG-Anteil am globalen IG-Markt	~0,3–0,5 %

Zum Vergleich: Im Aktienmarkt hält der GPFG ~1,5 % aller global gelisteten Titel. Im Anleihenmarkt sind es nur ~0,3–0,5 %, weil der globale Anleihenmarkt deutlich größer ist als der Aktienmarkt. Das erklärt, warum das Fondsmanagement im Anleihebereich kaum Markteinfluss hat und nahezu vollständig passiv agieren kann.

Die "Bereinigung" bedeutet: Anleihen von Ländern unter ethischen Ausschlüssen sowie bestimmte inflationsgebundene Instrumente werden aus der Benchmark entfernt. Der Fokus auf reines Investment Grade ist eine bewusste Entscheidung gegen Rendite-Jagd und für Portfoliostabilität.

Immobilien: Per Ende 2025 hält der GPFG ein Gesamtimmobilienportfolio von NOK 668 Milliarden, bestehend aus NOK 372 Milliarden nicht börsennotierter Direktinvestitionen (1,7 % des Fondsvermögens) und NOK 296 Milliarden börsennotierter Immobilientitel (1,4 %). Das nicht börsennotierte Segment liegt damit bei 1,7 % des Fondsvermögens und damit deutlich unterhalb der Mandatsobergrenze von bis zu 7 %, was die hohe Selektivität NBIMs bei der Projektauswahl widerspiegelt. Eine fixe Zielquote von 3 % existiert im offiziellen Mandat nicht; die 7 %-Obergrenze ist das parlamentarisch beschlossene Maximum. Geografisch konzentriert sich das nicht börsennotierte Portfolio auf Europa (54,3 %), Nordamerika (43,7 %) und Asien (2,0 %); die drei größten Städteexposures sind London (17 %), Paris (15,1 %) und Berlin (3,8 %). Nach Nutzungsart dominieren Büroimmobilien (rund 50 %), gefolgt von Logistik (22,8 %). Der Immobilienanteil agiert als Stabilisator und Inflationsschutz. Die Mandatsobergrenze von bis zu 7 % für nicht börsennotierte Immobilien wird bewusst nicht ausgeschöpft, weil Immobilien illiquide sind und die operativen Kosten des Managements überproportional steigen. Die tatsächliche Quote von 1,7 % (per 31.12.2025) ist Ergebnis hoher Selektivität bei der Direktinvestment-Auswahl. (Quelle: NBIM Annual Report 2025)

Infrastruktur (erneuerbare Energie): Seit 2019 ist NBIM berechtigt, bis zu 2 % des Fondsvermögens in ungelistete erneuerbare Energie-Infrastruktur zu investieren, also in Wind- und Solarparks. Das Stortinget beschloss dies in Stortingsmelding Nr. 2 (2018/19), weil erneuerbare Infrastruktur langfristige, inflationskorrelierte Cashflows liefert und gut zum langen Anlagehorizont des Fonds passt. Per Ende 2025 hält NBIM NOK 91 Milliarden (0,4 % des Fondsvermögens) in erneuerbarer Energie-Infrastruktur: 59,9 % davon entfallen auf Windkraft, 29,3 % auf

Übertragungs- und Verteilnetze sowie 10,0 % auf Solarenergie. Der Anteil liegt damit deutlich unter dem genehmigten Maximum von 2 %, was die anhaltend hohe Selektivität bei der Direktinvestment-Auswahl widerspiegelt. NBIM bevorzugt konsequent Direktbeteiligungen gegenüber Fondsvehikeln; die Klasse ist im strukturellen Aufbau. (Quelle: NBIM Annual Report 2025)

Warum so wenig Immobilien (Mandatsobergrenze 7 %, faktisch ~1,7 % per Ende 2025), während Versicherungen 10 bis 30 % halten?

Versicherungen (und manche Pensionskassen) halten 10–30 % Immobilien, weil sie kalkulierbare, langfristige Verbindlichkeiten haben: Lebensversicherungen, Rentenzahlungen, Pflegekosten. Immobilien-Cashflows passen gut zu diesen Verpflichtungen. Das nennt sich Liability Matching.

Der GPFG hat keine vergleichbaren Verbindlichkeiten. Er muss keine fixen Zahlungsströme bedienen. Das ändert die Optimierungslogik grundlegend:

1. Illiquiditätsprämie durch Aktien bereits abgedeckt. Bei einem Anlagehorizont von 50+ Jahren liefern Aktien ähnliche oder bessere Illiquiditätsprämien bei deutlich höherer Diversifikation.

2. Skalierungsproblem. Bei EUR 1,8 Billionen AUM entsprechen bereits 3 % rund EUR 55 Milliarden in Direktimmobilien. 10 % wären EUR 180 Milliarden. Zum Vergleich: Der globale institutionell investierbare Gewerbeimmobilienmarkt (Büro, Logistik, Handel, Hotel) umfasst rund USD 40–60 Billionen; der gesamte Immobilienmarkt inklusive Wohnen liegt bei geschätzten USD 300–380 Billionen. EUR 180 Milliarden in Direktinvestments wären also ein bedeutender Marktanteil im institutionellen Segment, mit allen Markteinfluss- und Liquiditätsproblemen, die das mit sich bringt.

3. Operative Komplexität. Direkte Immobilienverwaltung erfordert lokale Teams, Rechtskenntnisse, Instandhaltungsmanagement. Die Kosten je verwaltetem Euro sind um ein Vielfaches höher als beim Aktienportfolio.

4. Geopolitische Sensibilität. Ein norwegischer Staatsfonds als dominanter Eigentümer von Milliarden-Immobilienportfolios in New York, London und Paris erzeugt politische Debatten, die das Fondsmandat unnötig belasten.

Die niedrige Quote (mandatlich erlaubt bis 7 %, faktisch ~1,7 % per Ende 2025) ist damit kein Ausdruck von Immobilien-Skepsis, sondern ein kalkulierter Kompromiss zwischen Diversifikationsbeitrag und Managementaufwand. Für Pensionskassen mit Liability-Matching-Bedarf kann eine andere Allokation sinnvoll sein, allerdings für ein anderes Produkt mit anderen Verbindlichkeitsstrukturen.

Ein häufig übersehener Aspekt: Der Fonds investiert nicht aus strategischen Überzeugungen in einzelne Länder oder Sektoren. Die globale Streuung ist ein Konstruktionsprinzip, kein Ergebnis aktiver Länderauswahl.

Dahinter steckt ein fundamentaler Risiko-Transfer: Norwegen wandelt konzentriertes Rohstoffrisiko (Erdöleinnahmen, abhängig von Ölpreis und Fördervolumen) in diversifiziertes Weltmarktrisiko um. Statt eines Landes, eines Rohstoffs und eines Preises hält Norwegen heute einen Anteil an der gesamten globalisierten Wirtschaft. Das ist keine Investmentstrategie im engeren Sinne, sondern nationale Risikopolitik.

Der passive Kernansatz: Beta statt Alpha

Der GPFG ist kein aktiv gemanagter Fonds. Er ist strukturell ein gigantischer Indexfonds mit einem engen Spielraum für aktives Management.

Die Grundstrategie lautet: Die globale Marktprämie vereinnahmen, also das, was Aktien langfristig gegenüber risikofreien Anlagen erbringen. Keine Wetten auf Einzelaktien, keine Market-Timing-Strategien, kein Leverage. Die Benchmark wird repliziert, nicht geschlagen.

Innerhalb dieser Grundausrichtung besteht ein sogenanntes Tracking-Error-Budget: Norges Bank Investment Management (NBIM) darf vom Benchmarkportfolio abweichen, solange die erwartete jährliche Abweichung (Tracking Error) 1,25 Prozentpunkte nicht überschreitet. In der Praxis wird dieses Budget kaum ausgereizt: Der realisierte Tracking Error liegt typischerweise unter 0,5 %.

Das aktive Alpha der letzten Jahrzehnte ist auffallend bescheiden: Im Durchschnitt rund +0,24 Prozentpunkte jährlich über der Benchmark, netto nach Kosten (NBIM-Daten 1998–2025). Das klingt marginal, aber bei einem Fondsvermögen von EUR 1,8 Billionen entspricht das etwa EUR 4,3 Milliarden zusätzlichem Ertrag pro Jahr. Hier

zeigt sich das Gesetz großer Zahlen. Im Einzeljahr 2025 lag das Alpha bei –0,28 Prozentpunkten (rund NOK 50 Milliarden unter Benchmark); typisches Bild eines aktiven Mandats, dessen langfristige Strukturvorteile nicht in jedem Einzeljahr greifen.

Dieser Durchschnitt verdeckt allerdings erhebliche Streuung: In 2002, 2008 und 2012 war das aktive Alpha negativ. Alle drei Episoden fallen mit außergewöhnlichen Marktregimes zusammen: dem Platzen der Dotcom-Blase, der globalen Finanzkrise und der Euro-Schuldenkrise. In Krisenphasen, in denen Liquiditätsprämien und Korrelationen neu bepreist werden, leidet ein Fonds der Größenordnung NBIM überproportional, weil er weder schnell reagieren noch rasch umschichten kann, ohne den Markt zu bewegen. Die Negativjahre sind kein Argument gegen den Ansatz, sondern Ausdruck der Tatsache, dass selbst strukturelle Vorteile in extremen Marktphasen vorübergehend negativ wirken können.

Wie generiert ein passiver Fonds überhaupt Alpha?

Der Begriff "passiv" ist bei NBIM eine Vereinfachung. Innerhalb des engen Tracking-Error-Budgets nutzt NBIM mehrere Renditequellen jenseits der reinen Benchmark-Replikation:

Quelle	Erklärung	Beitrag p.a. (geschätzt)
Wertpapierleihe (Securities Lending)	Aktien werden an Leerverkäufer verliehen, NBIM kassiert Leihgebühren	~0,03–0,05 %
Faktor-Tilts	Innerhalb des TE-Budgets: Übergewichtung von Value-, Quality- und Low-Volatility-Aktien gegenüber reiner Benchmark	~0,08–0,12 %
Systematisches Rebalancing	Antizyklisches Rebalancing (nach Kursanstieg verkaufen, nach Kursrückgang kaufen)	~0,05–0,08 %

	erzeugt eine Art Contrarian-Prämie	
Steuroptimierung durch Direkthaltung	Direkte Aktienposition (kein Fonds-Durchstich) ermöglicht günstigere Quellensteuerbehandlung in vielen Ländern	~0,02–0,04 %
Aktive Einzeltitelselektion	Kleines Budget für interne und externe aktive Manager	~0,00–0,05 %

Diese Quellen summieren sich auf den historisch beobachteten aktiven Beitrag von rund 0,24 % p.a. netto (NBIM 1998–2024). Das ist kein Stockpicking, sondern systematisches Ausnutzen struktureller Vorteile eines großen, geduldigen Fonds.

Warum nicht mehr aktiv? Die Antwort ist strukturell: Der Fonds ist schlicht zu groß, um signifikante aktive Positionen einzugehen, ohne den Markt selbst zu bewegen. Kauft NBIM eine relevante Position in einem mittelgroßen Unternehmen, steigt der Kurs schon während des Kaufs. Aktives Management auf dieser Größenordnung frisst seinen eigenen Renditevorteil auf, bevor er realisiert werden kann. Die Studie von Andrew Ang, William Goetzmann und Stephen Schaefer (Columbia University, 2009) hat dies für die Fondsführung analytisch untermauert, woraufhin der passive Ansatz formell verankert wurde.

Kosteneffizienz als strukturelles Alpha

Was der Fonds nicht durch aktives Management generiert, gewinnt er durch Kostenminimierung zurück. Die Managementkosten des GPFG liegen bei rund 0,04 % des verwalteten Vermögens. Das ist nicht mit der Total Expense Ratio (TER) eines ETFs gleichzusetzen, weil NBIM auch operative Kosten (Personal, IT, Immobilienverwaltung) intern trägt, aber es ist strukturell günstig.

NBIM hält Direktinvestments: keine Fonds, kein Outsourcing für das Kernportfolio

Die Kostenquote von ~0,04 % ergibt sich wesentlich daraus, dass NBIM die Aktien direkt im Namen der Norges Bank hält, nicht über ETFs, Investmentfonds oder externe Vehikel. Apple-Aktien des Fonds erscheinen direkt im Aktionärsregister unter "Norges Bank." Das gibt dem Fonds: volle Stimmrechte ohne Delegation, keine Fondsgebühren auf das Kernportfolio, optimale Steuerbehandlung in vielen Jurisdiktionen und vollständige Transparenz (der NBIM-Jahresbericht listet jede einzelne Position).

Zum Vergleich:

Vergleichsgruppe	Kosten p.a.
GPFG (NBIM)	~0,04 %
Passiver Indexfonds (institutionell)	0,05–0,15 %
Aktiver Aktienfonds (institutionell)	0,50–1,00 %
Aktiver Aktienfonds (Retail)	1,00–1,80 %
Private Equity Fonds (typisch)	1,50–2,00 % + Carried Interest

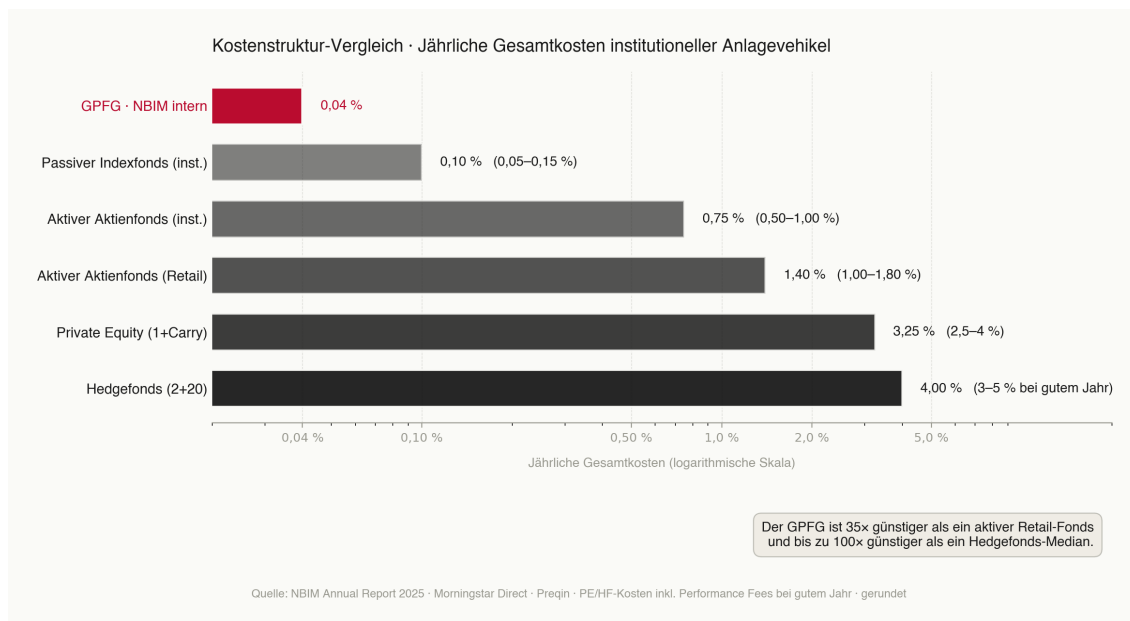


Abb. 9 · Kostenvergleich des GPF mit anderen Anlageklassen

Daten: NBIM Annual Report 2025, SPIVA, eigene Berechnung

Die Grafik macht den Größenunterschied sichtbar, der in linearen Prozent-Tabellen optisch verloren geht: Während die Vergleichsbalken zwischen aktiven Fonds und alternativen Anlageklassen in derselben Größenordnung liegen, sticht die GPF-Position als strukturelle Anomalie hervor. Bei einem Fonds dieser Größe ist Kosteneffizienz nicht ein Optimierungsdetail, sondern ein konstituierendes Element der Investmentstrategie selbst. Ein einzelner Prozentpunkt jährlicher Mehrkosten entspricht bei EUR 1,8 Billionen einer jährlichen Renditebelastung von rund EUR 18 Milliarden, die kumuliert über drei Jahrzehnte den Kapitalerhalt zwischen Generationen substanziell gefährden würde. Die internalisierte Verwaltung über NBIM, die direkte Aktienregistrierung und der Verzicht auf intransparente, kostspielige Alternative-Asset-Klassen sind damit keine ideologische Präferenz, sondern eine mathematisch zwingende Konsequenz aus Mandat und Größe.

Was sind Carried Interest und Performance Fee?

Carried Interest (typisch Private Equity): Der Fondsmanager erhält einen Anteil an Gewinnen, die eine Mindestrendite (Hurdle Rate, typisch 8 %) übersteigen. Standardformel: 20 % der Gewinne über der Hurdle Rate. Beispiel: Ein PE-Fonds erzielt 15 % Bruttorendite bei 8 % Hurdle Rate. Der Manager erhält

$20\% \times (15\% - 8\%) = 1,4\%$ zusätzlich zur jährlichen Managementgebühr von 2 %.
Gesamtkosten: ~3,4 %.

Performance Fee (typisch Hedge Funds): Der Manager erhält typisch 20 % der Rendite, die eine Benchmark oder einen High-Water-Mark übertrifft. Der High-Water-Mark schützt Investoren: Der Manager muss erst aufgelaufene Verluste aufholen, bevor neue Performance Fees kassiert werden.

Für den GPFG gilt: NBIM als interner Manager hat kein Carried-Interest-Modell. Bei den wenigen externen Mandaten werden marktübliche Gebührenstrukturen vereinbart, die NBIM regelmäßig auf ihr Kosten-Nutzen-Verhältnis prüft und öffentlich berichtet.

Bei einem verwalteten Vermögen (Assets under Management, AUM) von EUR 1,8 Billionen entspricht jeder gesparte Prozentpunkt Managementkosten EUR 18 Milliarden jährlich. Über mehrere Jahrzehnte und mit Zinseszins gerechnet ist Kosteneffizienz damit kein Randaspekt, sondern ein zentraler Renditefaktor.

Die niedrigen Kosten entstehen durch drei Hebel:

- ① **Internes Management** (NBIM verwaltet selbst, kein teures Outsourcing an externe Manager),
- ② **Skaleneffekte** (je größer der Fonds, desto geringer die Kosten je verwaltetem Euro),
- ③ **passive Grundstrategie** (kein Research-Apparat für Einzeltitel-Analyse nötig).

Warum keine Hedgefonds und Private Markets?

Die naheliegende Frage lautet: Wenn der GPFG wirklich langfristig denkt und Rendite maximieren will, warum dann nicht auch in Hedgefonds oder Private Equity investieren? Beide Anlageklassen versprechen Überrenditen gegenüber dem Aktienmarkt. Und tatsächlich: Viele große Staatsfonds (GIC Singapore, ADIA Abu Dhabi) sowie die grossen US-Universitätsstiftungen (Harvard, Yale) setzen gezielt auf alternative Assets. Der GPFG tut es kaum. Das hat konkrete Gründe.

Das Transparenz-Paradox

Der GPFG gehört den norwegischen Bürgerinnen und Bürgern. Jede Investitionsentscheidung ist parlamentarisch verantwortlich, der Jahresbericht listet jede einzelne der rund 7.200 Aktienpositionen namentlich auf. Hedgefonds und Private-Equity-Vehikel operieren unter strikter Vertraulichkeit: Strategie, Portfoliopositionen und Entscheidungsprozesse sind Betriebsgeheimnisse. Wer als öffentlicher Fonds volle Offenlegung schuldet, kann nicht gleichzeitig in Vehikel investieren, die auf Intransparenz beruhen. Das ist kein Kompromiss, den man finden kann, es ist ein struktureller Widerspruch.

Die Kostenfrage auf dieser Skala

Bei EUR 1,8 Billionen AUM entspricht jeder zusätzliche Prozentpunkt Managementkosten EUR 18 Milliarden jährlich. Die Kostenstruktur alternativer Anlageklassen:

Anlageklasse	Typische Kostenstruktur	Gesamtkosten p.a.
GPFG (intern)	~0,04 %	0,04 %
Passiver Indexfonds	0,05–0,15 %	0,15 %
Hedgefonds (2+20)	1,5–2,0 % Management + 20 % Performance Fee	3–5 % bei gutem Jahr
Private Equity (1+Carry)	1,5–2,0 % + 20 % Carried Interest	2,5–4 % auf Gross-Alpha

Zum Vergleich: Der gesamte interne NBIM-Verwaltungsaufwand (Personal, Systeme, Immobilien) liegt bei rund EUR 700 Millionen jährlich. Ein einziger Private-Equity-Manager mit 1 % Management Fee auf EUR 10 Milliarden AUM würde EUR 100 Millionen kosten. Die akademische Forschungslage zu Netto-Renditen alternativer Fonds ist eindeutig: Ein erheblicher Teil der kommunizierten Bruttorenditen verschwindet in Gebühren, bevor er beim Investor ankommt.

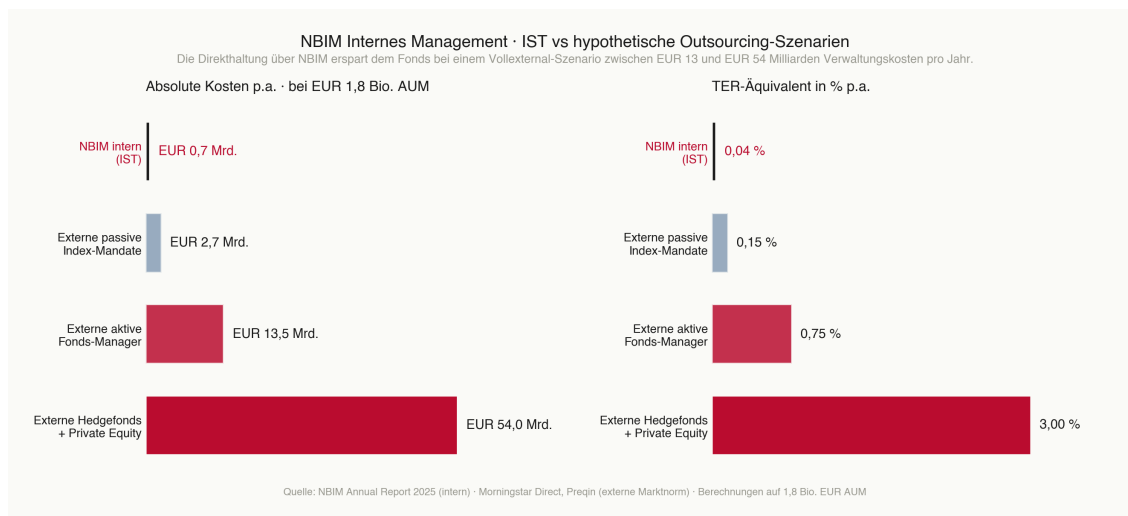


Abb. 10 · Interne Verwaltung versus externe Mandatierung

Daten: NBIM Annual Report 2025

Die Grafik macht das Argument quantitativ greifbar. NBIM verwaltet das gesamte Vermögen für rund EUR 0,7 Milliarden jährlich, etwa 0,04 % des AUM. Eine vollständige Auslagerung an externe Asset Manager würde, je nach Mandatsstruktur, zwischen EUR 2,7 Milliarden (passive Indexmandate) und EUR 54 Milliarden (Hedgefonds plus Private Equity zu Marktkonditionen) kosten. Die jährliche Einsparung durch das interne Modell entspricht damit größenordnungsmäßig dem gesamten Personalbudget einer mittleren europäischen Universität. Über zwei Dekaden kumuliert ergibt sich daraus ein nicht-trivialer Renditebeitrag, der ohne aktive Wettpositionen entsteht.

Das Skalierungsproblem

5 % PE-Allokation beim GPFG wären EUR 90 Milliarden. Das globale PE-Marktvolumen für institutionelle Investoren liegt bei rund USD 8–12 Billionen. EUR 90 Milliarden, die in den Markt drängen, würden Einstiegspreise nach oben treiben und die Überrendite, die PE verspricht, bereits beim Kauf teilweise vernichten. Das gleiche Phänomen, das aktives Stockpicking auf Indexfonds-Größe unmöglich macht, gilt in abgeschwächter Form auch für PE. Man kann eine Prämie nicht kaufen, wenn man groß genug ist, sie selbst wegzuarbitrieren.

Liquidität und Fiskalregel

Norwegen entnimmt dem Fonds jährlich bis zu 3 % des Fondsvermögens für den Staatshaushalt (Fiskalregel). In Jahren schwacher Öleinnahmen kann der Entnahmebedarf steigen. Private-Equity-Fondsbeteiligungen sind typischerweise 7–12 Jahre gebunden, Hedgefonds können Auszahlungen durch sogenannte Gates einschränken. Ein Fonds, der als Puffer für volatile Staatshaushalte dient, braucht ausreichend liquide Reserven. Illiquidität hat in diesem Kontext einen versteckten Kostenpunkt, der in Renditevergleichen oft fehlt.

Netto-Rendite-Skepsis

Die empirische Datenlage ist differenzierter als die Marketingmaterialien der Branche suggerieren. Studien (u.a. Ang/Goetzmann/Schaefer 2009, Fung/Hsieh 2004) zeigen, dass Hedgefonds im Durchschnitt nach Kosten keine konsistente Überrendite gegenüber passiven Benchmarks erzeugen. Das Top-Quartil existiert, aber die Selektion ex-ante ist das eigentliche Problem: Wer identifiziert verlässlich die Outperformer, bevor das Ergebnis feststeht? PE zeigt robustere Bruttorenditen, aber Public Market Equivalents (PME) relativieren das Bild, wenn man Leverage, Bewertungsglätte und Illiquiditätsprämie korrekt herausrechnet.

Was sind PME-Berechnungen?

Public Market Equivalent (PME) ist eine Methode, um PE-Renditen fair mit börsengehandelten Aktien zu vergleichen. Man fragt: Hätte ich dieselben Cashflows (Kapitalabrufe, Ausschüttungen) in einen Aktienindex investiert, welche Rendite hätte ich erzielt? PME-Studien (Harris/Jenkinson/Kaplan, 2014) zeigen, dass US-PE vor 2005 den S&P 500 netto übertrafen, nach 2005 aber deutlich weniger konsistent. Das liegt an der gestiegenen Nachfrage und damit niedrigeren Einstiegsrenditen im PE-Markt.

Der GPFG zieht daraus eine konsequente Schlussfolgerung: Wenn Überrendite systematisch schwer zu identifizieren und mit erheblichen Kosten und Illiquiditätsrisiken verbunden ist, dann ist die günstige, transparente und skalierbare Lösung die überlegene Wahl. Das ist keine ideologische Entscheidung, sondern angewandte Portfoliotheorie.

Die Ausnahme bestätigt die Regel: Der geringe Immobilienanteil (rund 1,7 %) und das Renewables-Mandat (rund 0,4 %, Obergrenze 2 %) sind bewusste Ausnahmen. Beide Klassen bieten langfristige inflationskorrelierte Cashflows, sind im parlamentarischen Mandat explizit verankert und unterliegen voller Offenlegungspflicht. Private Equity und Hedgefonds erfüllen keine dieser Bedingungen.

Aktive Eigentümerschaft: Passive Strategie, aktive Stimme

Der GPFG hält im Durchschnitt 1,5 % aller börsennotierten Unternehmen weltweit. In manchen europäischen Märkten sind es über 2 %. Das macht NBIM zu einem der bedeutendsten institutionellen Aktionäre der Welt, und damit zu einem, der Einfluss nehmen kann, auch wenn er ihn nicht aktiv sucht.

Jährlich nimmt NBIM an rund 10.900 Hauptversammlungen teil und stimmt systematisch ab. Die Stimmrechtsrichtlinien sind öffentlich und klar: NBIM unterstützt bei Vergütungsfragen transparente, langfristig orientierte Systeme; bei Klimarisiken erwartet man Offenlegung nach dem Standard der Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD); bei Boardzusammensetzung wird auf Diversität und Unabhängigkeit geachtet.

Ein wichtiges Missverständnis gilt es zu vermeiden: Das ist kein ESG-Aktivismus. NBIM ist kein Fonds, der durch Aktionärsdruck gesellschaftliche Ziele durchsetzen will. Der Ansatz ist nüchterner: Unternehmen mit guter Governance, glaubwürdiger Klimastrategie und transparenter Vergütungsstruktur sind langfristig weniger riskant und damit renditeträchtiger. Aktive Eigentümerschaft ist Risikomanagement, kein politisches Statement.

Die Abgrenzung zu den anderen Governance-Instrumenten ist wichtig:

→ Kapitel 5 · Etikkrådet: zuständig für Ausschlüsse bei ethischen Verstößen (Streubomben, Kinderarbeit etc.)

→ Kapitel 6 · Responsible Investment: übergeordnete Nachhaltigkeitsstrategie inklusive ESG-Integration

→ Aktive Eigentümerschaft (in diesem Kapitel): operative Stimmrechtsausübung als Teil der normalen Anlagestrategie

Asset Allocation: Aktuelle Verteilung

Die strategische Asset Allocation des GPFG folgt per Jahresende 2025 einem klaren Vier-Säulen-Profil: rund 70 % Aktien, rund 27 % Anleihen, rund 1,7 % nicht börsennotierte Immobilien sowie rund 0,4 % in erneuerbare Energie-Infrastruktur. Was auf den ersten Blick wie eine pragmatische Mischung wirkt, ist tatsächlich das Ergebnis jahrzehntelanger parlamentarischer Justierung, externer Gutachterbeauftragung und konsequenter Anpassung an den langen Anlagehorizont des Fonds. Die niedrige tatsächliche Immobilienquote von 1,7 % gegenüber dem mandatlich erlaubten Maximum von bis zu 7 % zeigt zudem, dass NBIM bei der Direktauswahl nicht-börsengelisteter Anlagen sehr selektiv vorgeht und Selektivität über Quotenerfüllung stellt.

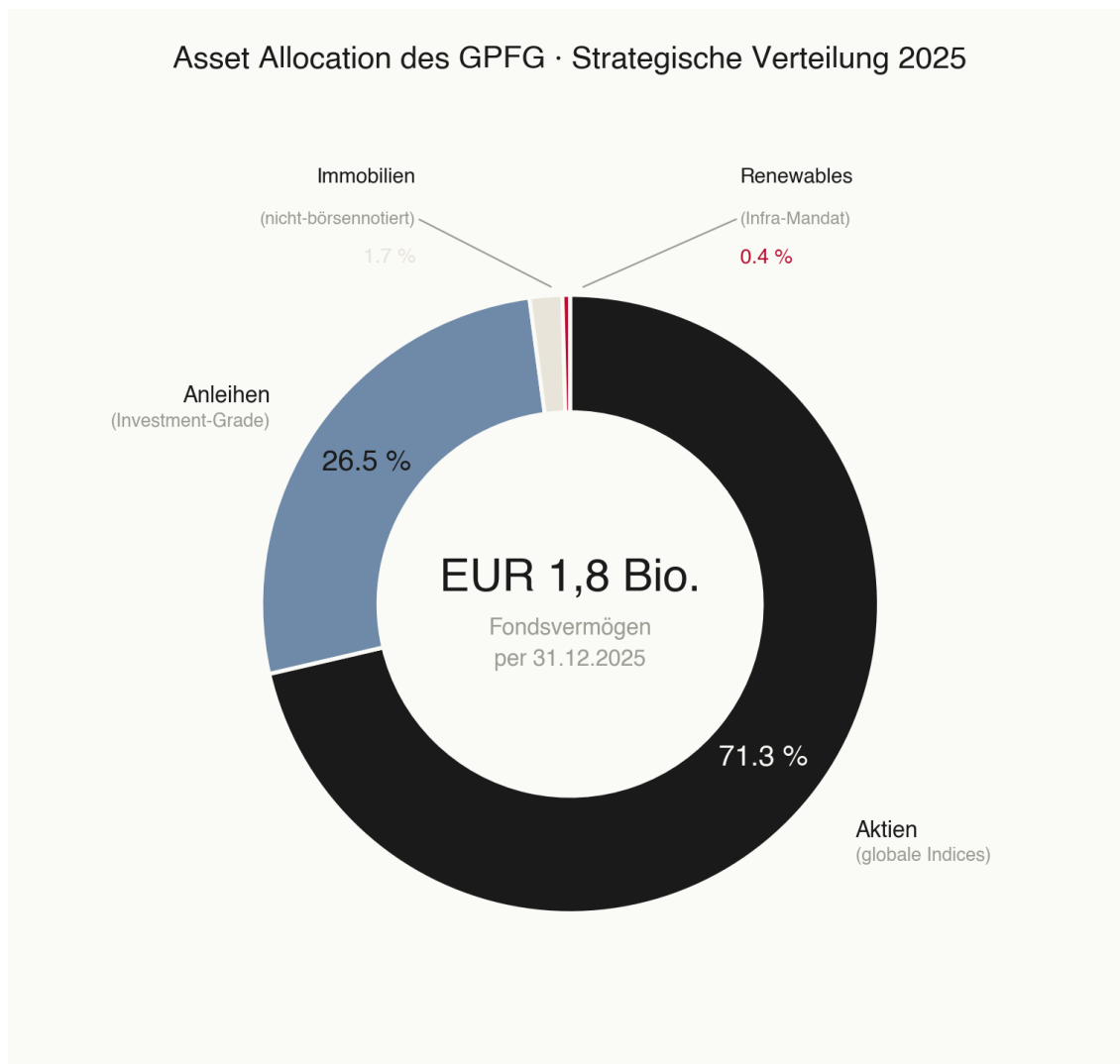


Abb. 11 · Strategische Asset Allocation per 31.12.2025

Daten: NBIM Annual Report 2025

Die Grafik verdeutlicht die strukturelle Dominanz der Aktienquote, die das Fondsvermögen über den langen Anlagehorizont gegen Inflation absichert und die globale Marktprämie vereinnahmt. Anleihen erfüllen mit rund einem Viertel eine doppelte Funktion als Stabilitätsanker und Liquiditätsreserve, während die kleinen Allokationen in Immobilien und Renewables-Infrastruktur den Fonds um Realwertkomponenten mit inflationskorrelierten Cashflows ergänzen.

Methodischer Hinweis zur Immobilienquote: Die in der Grafik ausgewiesenen 1,7 % beziehen sich ausschließlich auf nicht börsennotierte Direktinvestitionen, die das Finanzministerium als eigene Anlageklasse mandatiert hat. Zusätzlich hält der Fonds

rund 1,4 % börsennotierte Immobilientitel (REITs, Immobilien-AGs), diese sind jedoch bereits Bestandteil des passiven Aktien-Kernportfolios über den FTSE Global All Cap Index und werden dort unter der Aktienquote ausgewiesen. Der gesamte Immobilien-Exposure beträgt damit rund 3,1 % des Fondsvermögens, wobei nur die direkte, nicht börsennotierte Komponente eine eigenständige Anlageklasse mit separater Mandatsobergrenze darstellt.

Überleitung zur ESG-Architektur. Die Asset Allocation beschreibt, *was* der Fonds hält. Die folgende Sektion beschreibt, *was er bewusst nicht hält*, und warum diese Ausschlüsse keine ethische Garnierung sind, sondern ein integraler Bestandteil der Risikoarchitektur des Modells.

QUELLEN

- Lov om Statens pensjonsfond (Government Pension Fund Act). Oslo: Stortinget, 2005 (as amended).
- NBIM: Mandate for the Management of the Government Pension Fund Global. Oslo, 2025.
- Norwegian Ministry of Finance: The Fiscal Rule (Handlingsregelen). Oslo.
- NBIM: Annual Report 2025. Oslo: Norges Bank Investment Management.
- Markowitz, H. M.: Portfolio Selection. *Journal of Finance*, Vol. 7 (1), 1952, S. 77–91.
- Bernstein, P. L.: *Against the Gods – The Remarkable Story of Risk*. New York: Wiley, 1996.
- Stortingsmelding Nr. 2 (2018/19): Revidert nasjonalbudsjett – Government Pension Fund Mandate Update. Oslo.
- Statistics Norway (SSB): Inflation Time Series 1998–2025. Oslo.
- Handelsblatt: NBIM-Strategiepositionierung, 04.05.2026.

Governance und Steuerung

Governance ist beim GPFG kein Begleitthema, sondern das tragende Fundament des gesamten Modells. Dieses Kapitel beschreibt die Steuerungslogik des Fonds: die Handlingsregel als zentrale Entnahmebegrenzung, die Transparenz aller Beteiligungen und Stimmrechtsentscheidungen, die Trennung von operativem Management und parlamentarischer Aufsicht sowie die institutionalisierte Selbstkritik durch jährliche unabhängige Performancereviews. Sichtbar wird, warum gut entworfene Governance nicht Bürokratie ist, sondern die Voraussetzung, langfristige Strategien durch politische Zyklen zu tragen.

Kein Investmentmodell ist stärker als die Governance-Architektur, die es trägt. Dieses Kapitel beschreibt das Vier-Ebenen-System, das den GPFG seit seiner Gründung vor politischem Zugriff schützt: das Storting als gesetzgebende Instanz, das Finanzdepartementet als Mandatgeber, die Norges Bank als Rechtsträger sowie NBIM als operativer Manager, mit klar abgegrenzten Kompetenzen auf jeder Ebene. Im Mittelpunkt steht die Frage, wie eine Governance-Konstruktion beschaffen sein muss, damit sie nicht vom Wohlverhalten einzelner Akteure abhängt, sondern strukturell verhindert, dass kurzfristige politische Interessen die langfristige Investmentdisziplin untergraben; und wie das norwegische Modell diese Frage durch ein System beantwortet hat, das zehn Regierungswechsel ohne strukturelle Modifikation überstanden hat.

Die Governance-Hierarchie

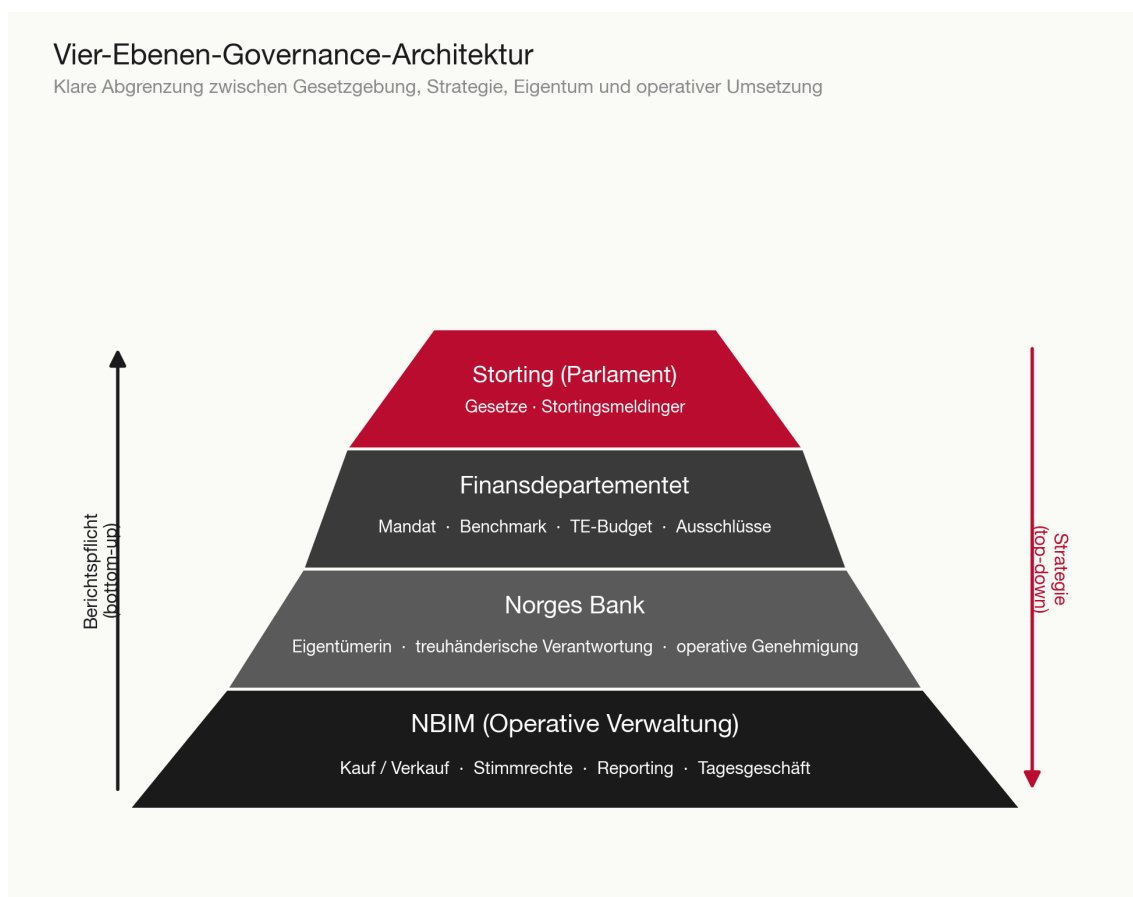


Abb. 12 · Die vier Ebenen der GPFG-Governance

Eigene Darstellung

Die Vier-Ebenen-Architektur ist das zentrale Stabilitätsprinzip der norwegischen Governance: Jede Ebene hat exakt abgegrenzte Kompetenzen, keine überschneidet die andere, und Entscheidungen wandern strikt in eine Richtung, also Strategie von oben nach unten und Berichterstattung von unten nach oben. Das norwegische Parlament beschließt Grundsatzfragen über formale Stortingsmeldinger, das Finanzdepartementet konkretisiert das Investitionsmandat jährlich, die Norges Bank trägt die treuhänderische Verantwortung als Eigentümerin, und NBIM setzt das Mandat operativ um. Diese strikte Trennung erklärt, warum der Fonds zehn Regierungswechsel ohne strukturelle Modifikation überstanden hat: Politische Eingriffe in einzelne Investmententscheidungen sind im System nicht vorgesehen und institutionell auch nicht möglich.

Der GPFG wird über eine klar definierte Vier-Ebenen-Struktur gesteuert. Was auf den ersten Blick wie bürokratischer Formalismus aussieht, ist in Wirklichkeit das entscheidende Konstruktionsprinzip des gesamten Systems: Jede Ebene hat exakt abgegrenzte Kompetenzen, keine überschneidet die andere, und Entscheidungen wandern ausschließlich in eine Richtung, nämlich von oben nach unten bei der Strategie und von unten nach oben bei der Berichterstattung.

Das Storting verabschiedet das Grundgesetz (Lov om Statens pensjonsfond) und entscheidet über alle grundsätzlichen Strategieänderungen über Stortingsmeldinger, also parlamentarische Weißbücher. Das Parlament bestimmt, ob der Fonds existiert, wie er grob ausgerichtet ist, und welche Strategieänderungen vorgenommen werden dürfen. Konkrete Investitionsentscheidungen sind auf dieser Ebene nicht vorgesehen und nicht möglich.

Das Finanzdepartementet setzt jährlich das konkrete Investitionsmandat fest. Das Mandatsschreiben definiert die Benchmark, das Tracking-Error-Budget, die Ausschlusskriterien und alle weiteren Parameter, innerhalb derer Norges Bank operiert. Das Ministerium verfeinert die Strategie, stellt jedoch keine eigenständigen Grundsatzentscheidungen. Für Grundsatzentscheidungen braucht es das Storting.

Was gilt als Grundsatzentscheidung?

Die Abgrenzung zwischen Ministeriums-Entscheidung und Stortingsmeldung-Pflicht ist nicht immer trennscharf, aber es gibt eine klare Faustregel: Entscheidungen, die die Grundausrichtung des Fonds verändern, brauchen das Parlament.

Entscheidungen, die innerhalb des bestehenden Rahmens steuern, liegen beim Ministerium.

Stortingsmeldung-pflichtig (parlamentarische Mehrheit nötig):

Entscheidung	Stortingsmeldung	Jahr
Aktienquote von 40 % auf 60 %	Nr. 2 (2006/07)	2007
Aktienquote von 60 % auf 70 %	Nr. 2 (2017/18)	2017
Einführung ungelisteter Immobilien als neue Anlageklasse	Nr. 2 (2008/09)	2010
Einführung erneuerbarer Energie-Infrastruktur (bis 2 %)	Nr. 2 (2018/19)	2019
Die Haushaltsentnahmeregel (Handlingsregelen, 3 %)	Separate Meldungen	2001

Ministeriums-Entscheidungen (keine parlamentarische Abstimmung):

- Spezifische Benchmark-Zusammensetzung (welcher Index, regionale Feingewichtung)
- Tracking-Error-Budget (aktuell 1,25 %)
- Interne NBIM-Governance und Berichtspflichten
- Spezifische Ausschlusslistenpflege (innerhalb der parlamentarisch beschlossenen Kategorien)
- Anforderungen an aktive Eigentümerschaft

Norges Bank ist die formale Eigentümerin des Fonds und trägt die treuhänderische Verantwortung. Das Direktorium genehmigt die operative Strategie und berichtet ans Ministerium. Einzelne Investitionsentscheidungen liegen nicht auf dieser Ebene.

Wem gehört die Norges Bank?

Die Norges Bank gehört dem norwegischen Staat, also dem Königreich Norwegen. Sie ist kein Unternehmen, hat keine Aktionäre und keine privaten Anteilseigner. Rechtlich ist sie ein "særlovsselskap", eine Institution des öffentlichen Rechts mit eigenem Grundgesetz (Sentralbankloven, erstmals 1816, aktuell in der Fassung von 2020).

Governance der Norges Bank: Der Governor (Sentralbanksjef) und die Deputy Governors werden vom Kabinett ernannt. Das Hauptorgan ist das Representantskapet (Aufsichtsgremium), das vom Storting gewählt wird und die Einhaltung des gesetzlichen Rahmens überwacht. Die operative Unabhängigkeit der Bank in Geld- und Fondsfragen ist gesetzlich verankert; die Regierung darf keine direkten Weisungen zur Geldpolitik oder Fondsverwaltung erteilen.

Wichtig: Norges Bank hat zwei vollständig getrennte operative Funktionen.

- ① Geldpolitik und Währungsmanagement (klassische Zentralbankfunktion).
- ② Fondsverwaltung GPFG über NBIM. Beide laufen unter demselben Dach, aber mit strikten internen Firewalls.

NBIM ist der operative Fondsmanager. NBIM setzt das Mandat um, entscheidet über Kauf und Verkauf von Wertpapieren, und berichtet regelmäßig an Norges Bank und über diese ans Ministerium. Kein Ministerium, kein Politiker und kein Regierungschef kann NBIM anweisen, eine bestimmte Aktie zu kaufen oder zu verkaufen. Für in- und ausländische Unternehmen gilt dasselbe.

Ist NBIM eine eigene Rechtsform?

Nein. NBIM (Norges Bank Investment Management) ist keine eigenständige Rechtsperson, kein Unternehmen und keine Tochtergesellschaft. Es ist eine interne Abteilung der Norges Bank mit eigenem Branding und eigenem Management, aber ohne separate Rechtspersönlichkeit.

Im Rechtssinne ist es Norges Bank, die die Wertpapiere hält. Daher erscheint im Aktienregister "Norges Bank", nicht "NBIM". Alle Stimmrechte werden formal durch Norges Bank ausgeübt, in der Praxis von NBIM-Mitarbeitern.

NBIM wurde 1998 als operativer Arm für die Fondsverwaltung gegründet, um professionelles Investment-Management innerhalb der Zentralbank möglich zu machen, ohne eine separate Gesellschaft gründen zu müssen. Der Vorteil: keine Doppelstruktur, keine Holding-Kosten, klare treuhänderische Verantwortung bei Norges Bank. Der Nachteil: NBIM kann keine eigenen Schulden aufnehmen, keine eigenen Verträge schließen und kein eigenes Kapital halten.

Das Mandatsschreiben ist das jährliche Steuerungsinstrument dieser Architektur. Jedes Jahr sendet das Finanzministerium ein formales Dokument an Norges Bank, das festhält, was NBIM tun darf und was nicht. Dieses Dokument ist öffentlich zugänglich. Änderungen von Jahr zu Jahr sind dokumentiert, nachvollziehbar und politisch debattierbar. Das schafft Kontinuität ohne Starrheit: Weiterentwicklungen sind möglich, aber transparent.

Was steht im Mandatsschreiben?

Parameter	Inhalt (Stand 2025)
Referenzportfolio	Aktien 70 % (FTSE Global All Cap) · Anleihen 27 % (Bloomberg Global Agg., bereinigt) · Immobilien 3 % · Infrastruktur bis 2 %
Tatsächliche Allokation 31.12.2025	Aktien 71,3 % · Fixed Income 26,5 % · Unlisted Real Estate 1,7 % · Renewable Infrastructure 0,4 %
Tracking-Error-Budget	Max. 1,25 % erwartet (gesamt)
Konzentrationslimit	Max. 10 % der Stimmrechte je Einzelunternehmen
Ausschlussliste	Verweis auf aktuelle Etikkrådet-Liste; NBIM veräußert ausgeschlossene Positionen in angemessener Frist
Aktive Eigentümerschaft	Abstimmungspflicht bei allen Hauptversammlungen; öffentliche Stimmrechtsrichtlinien

Berichterstattung	Quartalsberichte + Jahresbericht; Offenlegung aller Positionen + Transaktionen
Liquidität	Ausreichend für Rebalancing und Ausschüttungen an den Staatshaushalt gemäß Handlingsregel
Derivate	Nur für Risikomanagement und effiziente Portfolioumsetzung; keine Leveraged Bets
Externe Manager	Zulässig; müssen Kosten-Nutzen-Analyse bestehen; Gebühren öffentlich reportet

Das Mandatsschreiben ist keine Einzelanweisung, sondern ein Regelwerk. NBIM handelt mit erheblichem operativem Ermessen, aber innerhalb dieser klar definierten Grenzen.

Stortingsmeldinger sind der Mechanismus für große Weichenstellungen. Grundsatzentscheidungen erfordern mehr als ein Ministeriumsschreiben. Sie brauchen ein parlamentarisches Weißbuch, eine öffentliche Debatte und eine Abstimmung im Storting. Die Erhöhung der Aktienquote auf 70 % im Jahr 2017 (Stortingsmeldung Nr. 2, 2017/18) folgte genau diesem Weg: externe Gutachter, Empfehlungen der Norges Bank, parlamentarische Debatten über mehrere Monate und schließlich die Abstimmung. Was langsam wirkt, ist in Wirklichkeit ein Schutzmechanismus gegen kurzfristig motivierte Entscheidungen.

Wer hat hier eigentlich das letzte Wort?

Eine häufige Missverständnisfrage: Kann das Finanzministerium NBIM instruieren, eine bestimmte Aktie zu kaufen? Nein. Das Ministerium setzt den Rahmen, nicht die einzelnen Entscheidungen. Es ist der Unterschied zwischen einem Architekten, der die Baupläne zeichnet, und dem Bauunternehmer, der entscheidet, welcher Maurer welche Mauer zieht.

Diese Trennung ist entscheidend. Ein Finanzminister, der mit einer Direktinvestition ein politisches Signal senden will, zum Beispiel ein Staatsunternehmen in einem verbündeten Land stützen, kann das nicht über NBIM tun. Er bräuchte eine Gesetzesänderung, eine Stortingsmeldung und eine parlamentarische Mehrheit. Das

dauert Jahre und findet unter voller öffentlicher Beobachtung statt. Keine andere Governance-Struktur böte diesen Schutz.

Kann NBIM von der Benchmark abweichen, und wo gilt das Tracking-Error-Budget?

Ja, NBIM darf abweichen, solange der erwartete Tracking Error das Budget von 1,25 % nicht überschreitet. In der Praxis liegt der realisierte TE typischerweise unter 0,5 %, NBIM nutzt also weniger als die Hälfte seines Spielraums.

Das TE-Budget gilt für das Gesamtportfolio. Es gibt keine separaten TE-Budgets je Assetklasse. Innerhalb der Aktienkomponente kann die relative Abweichung größer sein, solange das Gesamtportfolio im Rahmen bleibt. Hinzu kommen interne Risikolimits (z.B. maximale Konzentration in einzelnen Aktien oder Sektoren), die separat gesteuert werden.

Investiert der Fonds auch in Infrastruktur?

Ja, seit 2019. Das Storting hat in Stortingsmelding Nr. 2 (2018/19) beschlossen, dass NBIM bis zu 2 % des Fondsvermögens in ungelistete erneuerbare Energie-Infrastruktur investieren darf, also Wind- und Solarparks. Diese Anlageklasse ist noch im Aufbau; der tatsächliche Anteil lag per Ende 2025 bei rund EUR 7,9 Milliarden (0,4 % des Fondsvermögens), nach einer Verdreifachung gegenüber dem Vorjahr. NBIM geht bei der Auswahl von Projekten weiterhin selektiv vor.

Transparenz als Systemprinzip

Norwegen veröffentlicht alles. Das ist keine Übertreibung, sondern ein technischer Befund. Der GPFG legt jährlich jede einzelne Beteiligung offen: jede Aktienposition mit Anzahl der gehaltenen Stücke, Marktwert, Ländercode und ISIN. Alle Anleihen. Alle Direktimmobilien mit Standort. Alle Transaktionen. Alle Stimmrechtsentscheide an rund 10.900 Hauptversammlungen pro Jahr (FY 2025), mit Abstimmungsrichtung und Begründung. Alle Verwaltungskosten, alle externen Managervergütungen. Der aktuelle Fondswert ist in Echtzeit auf nbim.no abrufbar.

Das ist weltweit einmalig. Der Abu Dhabi Investment Authority (ADIA), der China Investment Corporation (CIC), dem Kuwait Investment Authority (KIA) und dem GIC

Singapur ist auch nur annähernd eine vergleichbare Transparenz nicht abzuverlangen.

Was publiziert NBIM genau?

Kategorie	Detailgrad
Aktien	Jede Position mit Stückzahl, Marktwert, Ländercode, ISIN
Anleihen	Alle Positionen mit Emittent, Laufzeit, Nominalwert, Marktwert
Immobilien	Alle Direktobjekte mit Standort, Buchungswert, Partnerschaftsstruktur
Transaktionen	Aggregiert quartalsweise, detailliert im Jahresbericht
Stimmrechte	Jede Hauptversammlungs-Abstimmung mit Richtung und Begründung
Kosten	Interne Betriebskosten, externe Managervergütungen, Transaktionskosten
Performance	Absolute und relative Rendite, Tracking Error, aktives Alpha

Der NBIM-Jahresbericht ist das vollständigste öffentlich zugängliche Dokument über einen institutionellen Investmentmanager weltweit. Er umfasst regelmäßig 250 bis 300 Seiten.

Aber Transparenz ist bei NBIM kein Selbstzweck und kein PR-Instrument. Sie ist ein Schutzmechanismus mit zwei Wirkungsrichtungen.

Nach innen: Sie schützt den Fonds vor schlechten Entscheidungen. Wer weiß, dass jeder Kauf im nächsten Jahresbericht dokumentiert, von Journalisten analysiert und von der parlamentarischen Opposition hinterfragt wird, handelt anders als jemand, der im Verborgenen agiert. Transparenz erzwingt Disziplin.

Nach außen: Sie schützt den Fonds vor politischen Eingriffen. Wenn ein Politiker NBIM kontaktiert und eine bestimmte Investition verlangt, wäre das im nächsten

Jahresbericht sichtbar: eine plötzliche Position ohne erkennbare Benchmark-Logik, mitten im öffentlich einsehbaren Portfolio. Eingriffe werden riskant, weil sie sichtbar werden. Das ist ein Abschreckungsmechanismus, der keine aktive Aufsicht erfordert.

Die Transparenz ist damit das selbst-regulierende Element des gesamten Systems. Kein Kontrollgremium der Welt kann so effektiv überwachen wie eine informierte Öffentlichkeit, die alle relevanten Daten kostenlos abrufen kann.

Der Etikkrådet (Ethikrat)

Der Etikkrådet wurde 2004 als vollständig unabhängiges Gremium eingerichtet. Sein Mandat ist klar abgegrenzt: Norwegen will nicht an Unternehmen beteiligt sein, deren Handeln mit den ethischen Grundwerten der norwegischen Gesellschaft unvereinbar ist. Was einfach klingt, ist in der Praxis ein komplexes Entscheidungsverfahren mit definierten Kategorien, einem mehrstufigen Verfahren und einer institutionellen Trennung zwischen Empfehlung und Entscheidung.

Der Ethikrat beobachtet Unternehmen, analysiert Vorwürfe, prüft öffentlich zugängliche Dokumente, hört die betroffenen Unternehmen an, und empfiehlt schließlich Ausschluss oder Beobachtung. Die Empfehlung wird veröffentlicht, bevor Norges Bank entscheidet. Das erzeugt Druck auf das Unternehmen, aber auch Transparenz für die Öffentlichkeit. Unternehmen wissen, weshalb sie beobachtet werden, und haben die Möglichkeit zu reagieren. Einige haben das getan und wurden infolgedessen von der Liste gestrichen.

Die Ausschlusskriterien gliedern sich in zwei grundlegend verschiedene Kategorien:

Produktbasierte Ausschlüsse: Unternehmen, die bestimmte Produkte herstellen, werden unabhängig von ihrem sonstigen Verhalten ausgeschlossen. Kein Abwägen, keine Verhältnismäßigkeitsprüfung. Das norwegische Parlament hat diese Produkte als per se inakzeptabel eingestuft.

Produktkategorie	Aufnahme
Streumunition (Cluster Munitions)	2004
Antipersonenminen	2004
Biologische und chemische Waffen	2004
Atomwaffen (außer nuklearer Abschreckung der anerkannten Mächte)	2004
Tabak (Produktion)	2010
Kohle: über 30 % Umsatz oder Förderanteil	2015/2016

Verhaltensbasierte Ausschlüsse: Unternehmen, die unabhängig von ihrem Produkt durch ihr Verhalten gegen definierte ethische Standards verstoßen. Hier ist der Maßstab nicht das Produkt, sondern die Handlung. Der Ethikrat bewertet die vorhandene Evidenz und empfiehlt Ausschluss, wenn der Verstoß als schwerwiegend und anhaltend beurteilt wird. Alle Kategorien wurden mit der Gründung des Ethikrats 2004 eingeführt und seither verfeinert, aber nicht grundlegend verändert.

Verhaltenskategorie	Einführung
Schwerwiegende Menschenrechtsverletzungen	2004
Kinderarbeit	2004
Gravierende Umweltverstöße	2004
Korruption und Bestechung	2004
Verletzung individueller Rechte in Kriegs- und Konfliktzonen	2004
Sonstige besonders schwerwiegende Verstöße gegen grundlegende ethische Normen	2004

Aktuell stehen über 320 Unternehmen auf der Ausschlussliste, hinzu kommen rund 20 unter formaler Beobachtung (Stand Februar 2026, Quelle: nbim.no, Etikkrådet-Jahresbericht).

Aktuelle Entwicklung 2025: Im November 2025 trat das Etikkrådet-Framework in eine institutionell bedeutsame Übergangsphase ein. Das Finanzministerium erließ am 7. November 2025 vorläufige Ethikrichtlinien für den GPFG. Unter diesen Interim-Richtlinien ist die Entscheidungskompetenz von Norges Bank für neue Ausschlüsse und Beobachtungen vorübergehend ausgesetzt; bestehende Ausschlüsse können auf Antrag aufgehoben werden. Der Hintergrund: Die Regierung hat eine unabhängige Kommission eingesetzt, die das gesamte Ethik-Framework von Grund auf überprüft. Die Kommission soll bis 15. Oktober 2026 berichten. Diese Übergangslösung ändert nichts an der konzeptionellen Grundarchitektur des Etikkrådet (Unabhängigkeit, produkt- und verhaltensbasierte Ausschlusskriterien, parlamentarische Legitimation), wohl aber an der operativen Zuständigkeit für neue Ausschlüsse bis zum Abschluss der Framework-Überprüfung. (Quelle: NBIM, vorläufige Ethikrichtlinien, 7. November 2025; Etikkrådet-Jahresbericht 2025)

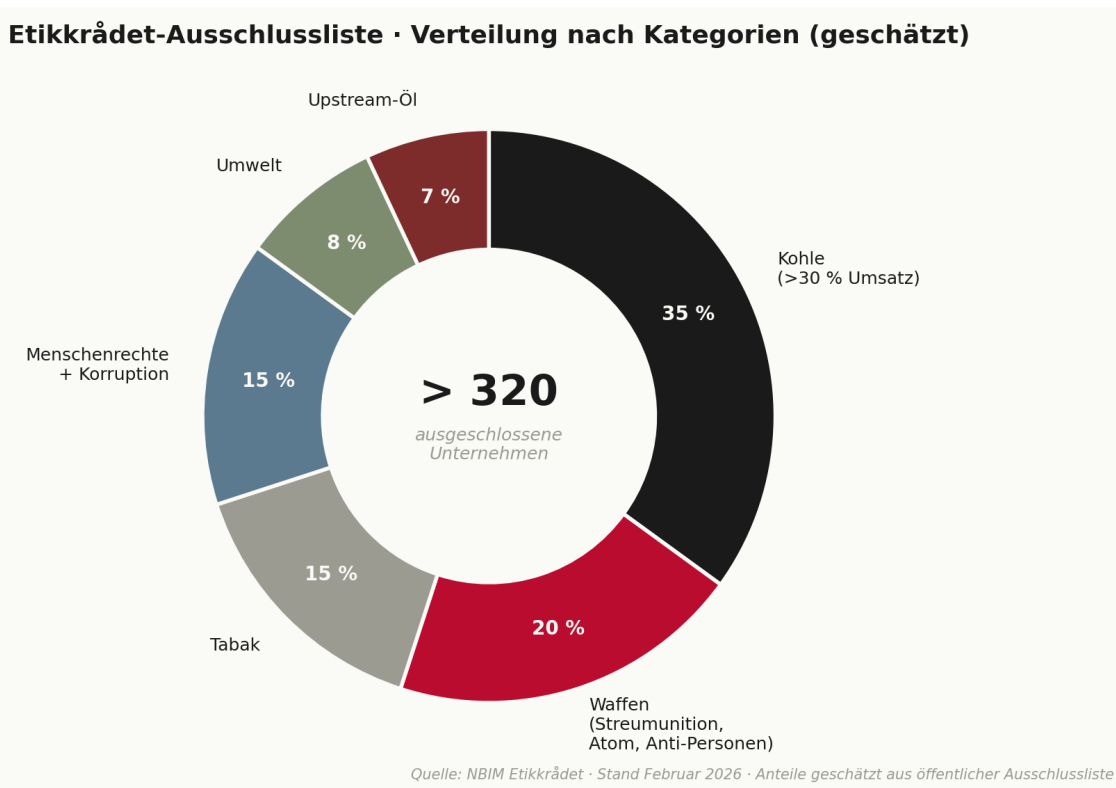


Abb. 13 · Struktur der über 320 Ausschlüsse
Daten: NBIM Exclusions List April 2026, Etikkrådet

Die Visualisierung verdichtet die über 320 Ausschlüsse auf die strukturell wichtigsten Kategorien und macht eine institutionelle Schwerpunktsetzung sichtbar: Mit rund einem Drittel der Ausschlüsse stellt Kohle (Förderung sowie Stromerzeugung mit über 30 % Umsatzanteil) die mit Abstand größte Kategorie dar und reflektiert die parlamentarisch beschlossene Klima-Risikoarchitektur seit 2015. Waffenproduktion und Tabak bilden zusammen rund ein weiteres Drittel und stehen für die ältesten, produktbasierten Ausschlusskriterien des Fonds aus 2004. Verhaltensbasierte Ausschlüsse wegen Menschenrechtsverletzungen, Korruption und schwerer Umweltverstöße ergänzen das Bild, während der Upstream-Öl-Ausschluss von 2019 zwar kategorial klein ist, aber strategisch besonders bedeutsam, weil er nicht aus ethischen, sondern aus Risikoarchitektur-Gründen erfolgt.

Kein Best-in-Class-Ansatz: Der GPFG verwendet keine positive ESG-Selektion nach dem Best-in-Class-Prinzip. Es gibt keine Quoten für die besten ESG-Performer je Sektor, keine ESG-Score-Schwellenwerte für Aufnahme ins Portfolio und keine

explizite ESG-Gewichtung in der Benchmark. Der Ansatz ist ausschließlich negativ: bestimmte Unternehmen und Kategorien werden ausgeschlossen, der Rest bleibt investierbar. Die Unterscheidung ist wichtig: Best-in-Class-Ansätze verändern die Portfoliostruktur aktiv; der Ausschlussansatz des GPFG belässt das passive Grundprinzip intakt und greift nur punktuell ein.

Wer entscheidet: Etikkrådet oder NBIM? Und was passiert bei Zielkonflikten?

Der Etikkrådet empfiehlt. Norges Bank entscheidet. NBIM setzt um.

Das klingt nach einer bürokratischen Unterscheidung, hat aber einen klaren inhaltlichen Zweck: Der Ethikrat soll frei urteilen können, ohne Rücksicht auf Portfolioauswirkungen nehmen zu müssen. NBIM darf auf diese Empfehlungen reagieren, aber auch Portfolioeffekte abwägen. In der Praxis folgt Norges Bank den Empfehlungen in der großen Mehrheit der Fälle. Dokumentierte Abweichungen, etwa wenn Norges Bank aktiven Dialog mit einem Unternehmen gegenüber dem sofortigen Ausschluss vorzog, sind öffentlich und begründungspflichtig.

Was passiert bei Zielkonflikten zwischen Ethikkriterium und Tracking Error?

Dieser Fall ist seltener als man denkt, weil die Benchmark-Definition das Problem strukturell entschärft: Wenn ein Unternehmen ausgeschlossen wird, wird die Referenzbenchmark um dieses Unternehmen bereinigt. NBIM misst seinen Tracking Error dann gegen die angepasste Benchmark, nicht gegen die ursprüngliche. Ein Ausschluss erhöht also nicht automatisch den TE.

Bei einem sehr großen Ausschluss (z.B. eine gesamte Branche) würde die angepasste Benchmark strukturell von der Standardbenchmark abweichen. In solchen Fällen kann das die Portfoliokonstruktion komplexer machen, aber das TE-Budget kann trotzdem eingehalten werden, indem NBIM die restlichen Positionen entsprechend anpasst. Nur wenn ein Ausschluss so groß wäre, dass keine sinnvolle Benchmark-Replikation mehr möglich ist, entstünde ein strukturelles Problem. In der Praxis ist das bisher nicht eingetreten.

Die Trennung von Urteil und Entscheidung ist kein Konstruktionsfehler, sondern Absicht. Sie verhindert, dass ethische Urteile von Portfolio-Logik verzerrt werden, und verhindert gleichzeitig, dass blinde Automatisierung Portfolio-Schäden verursacht, ohne dass jemand abwägt.

Abgrenzung zu Kapitel 6 (Responsible Investment): Der Ethikrat behandelt Ausschlussentscheidungen (was darf der Fonds nicht halten). Kapitel 6 (Responsible Investment) behandelt die übergreifende Nachhaltigkeitsstrategie (wie der Fonds seine Position als Großaktionär aktiv für Verbesserungen bei gehaltenen Unternehmen nutzt). Beides existiert parallel mit getrennten Zuständigkeiten und getrennter institutioneller Logik.

Institutionelle Unabhängigkeit: Was sie bedeutet und woran sie gemessen wird

Governance-Strukturen lassen sich entwerfen. Governance-Kultur entsteht über Jahrzehnte. Beim GPFG ist beides zusammengekommen, und das ist bei weitem nicht selbstverständlich.

Die formale Unabhängigkeit des Fonds ist klar kodifiziert: Das Finanzministerium setzt den Rahmen, aber kein Ministerium, kein Politiker und kein Regierungschef kann NBIM anweisen, eine einzelne Aktie zu kaufen oder zu verkaufen. Das gilt für inländische und ausländische Unternehmen gleichermaßen. Ausnahmen sind im Mandat nicht vorgesehen.

Der entscheidende Test dieser Unabhängigkeit kam im Jahr 2008. Während der globalen Finanzkrise standen mehrere norwegische Banken unter Druck. Die politische Diskussion, ob der Fonds zur Stützung des inländischen Finanzsystems eingesetzt werden sollte, war real und intensiv. Die Entscheidung war klar: Nein. Der Fonds wurde nicht für binnenwirtschaftliche Stabilisierungspolitik verwendet. Das war keine leichte Entscheidung unter politischem Druck, und es war kein Zufall. Es war das institutionelle Fundament, das hielt.

Dieser Test ist aussagekräftiger als jede Governance-Checkliste: Der Fonds hat die härteste Stunde seiner Geschichte überstanden, ohne politisch kontaminiert zu werden. Das unterscheidet echte institutionelle Unabhängigkeit von deklariertes.

Drei weitere Episoden illustrieren, wie das Governance-System unter konkretem politischen Druck reagiert hat.

2022: Russland. Nach dem russischen Einmarsch in die Ukraine am 24. Februar 2022 hielt der GPFG russische Wertpapiere im Gesamtwert von rund NOK 27 Milliarden. Das Finanzministerium handelte ungewöhnlich schnell: Bereits am 3. März 2022 kündigte die Regierung an, alle russischen Positionen einzufrieren und anschließend zu veräußern, also sieben Tage nach Kriegsbeginn und deutlich rascher als das normale Etikkrådet-Verfahren. Technisch war das korrekt: Das Ministerium handelte im Rahmen seiner Mandatskompetenz. Das System zeigte damit, dass es Flexibilität für außerordentliche Situationen hat, ohne die institutionellen Kanäle zu umgehen. Der politische Impuls wurde geleitet, nicht unterdrückt, aber auch nicht am System vorbeigeführt.

2015: Kohleausschluss durch parlamentarischen Prozess. Der Ausschluss von Unternehmen mit mehr als 30 % Umsatz aus Kohleförderung oder Kohlekraftwerken war das Ergebnis mehrjähriger politischen Drucks durch Umweltorganisationen und Teile des Storting. Das Besondere ist nicht das Ergebnis, sondern der Prozessweg: Stortingsmeldung, parlamentarische Debatte, Abstimmung, dann Umsetzung über das Ministeriumsmandat. Das Governance-System hat den Druck absorbiert, ohne die institutionellen Kanäle zu umgehen. Das Ergebnis war politisch motiviert; der Prozess war institutionell korrekt. Genau dafür ist das System gebaut.

2019: Upstream-Öl als Risikoarchitektur-Entscheidung. Der Ausschluss von Upstream-Öl-Unternehmen wurde von manchen als Klimaentscheidung interpretiert. Die offizielle Begründung war eine andere: Norwegen hält als Staat bereits massives Ölpreisexposure durch eigene Felder, den SDFI und die Equinor-Beteiligung. Weitere Ölpositionen im GPFG würden das staatliche Gesamtrisiko erhöhen, nicht diversifizieren. Diese Argumentation schützte die Entscheidung vor politischer Vereinnahmung in beide Richtungen, weder als Klimaaktivismus noch als bloße Renditeopportunitismus abtragbar. Methodisch saubere Begründungen sind selbst ein Governance-Merkmal.

Die Santiago Principles von 2008 bilden den internationalen Referenzrahmen für Staatsfonds-Governance. Die 24 Grundsätze wurden von der International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG-SWF) entwickelt und definieren Standards in drei Hauptbereichen: rechtlicher Rahmen und Fondszweck (SP 1–5), Governance-Struktur und Unabhängigkeit (SP 6–17) sowie Investment- und Risikomanagement (SP 18–24). Der GPFG gilt als vollständig compliant und wird in internationalen

Vergleichen durchgehend als Best-in-Class-Beispiel zitiert. Anzumerken ist: Norwegen ist kein formales Mitglied des International Forum of Sovereign Wealth Funds (IFSWF), veröffentlicht aber freiwillig eine umfassende Selbsteinschätzung gegen alle 24 Grundsätze, ein Niveau der Transparenz, das kein IFSWF-Mitglied in vergleichbarer Konsequenz aufweist. (Quelle: Selbsteinschätzung GPFG · Norsk Regjering 2024 · regjeringen.no)

Die Santiago Principles im Überblick

Bereich	Umfang	Kerninhalt
① Rechtlicher Rahmen & Ziele	SP 1–5	Klares gesetzliches Fundament, definierter Fondszweck, koordiniert mit nationaler Makro-Politik
② Governance-Struktur	SP 6–17	Trennung von Eigentümer, Aufsicht und Management; kein politischer Eingriff in operative Entscheidungen; transparente Vergütungsstrukturen; interner Audit
③ Investment & Risikomanagement	SP 18–24	Öffentliche Investitionspolitik; solider Risikomanagementrahmen; Berichterstattungspflichten; Derivatennutzung nur regelkonform

Die Grundsätze sind freiwillig. Es gibt keine externe Zertifizierung und keine bindende Aufsicht. Ihre Wirkung entsteht durch den Reputationseffekt: Ein Fonds, der sich explizit zu den Santiago Principles bekennt und dagegen verstößt, ist öffentlich sichtbar. Für den GPFG, der ohnehin alle seine Positionen offenlegt, sind sie eine Mindestanforderung.

Wie schneidet der GPFG im internationalen Vergleich ab?

Fonds	Land	AUM (ca.)	Transparenz	Polit. Unabhängigkeit
GPFG (NBIM)	Norwegen	~USD 2,0 Bio.	★★★★★	★★★★★
GIC	Singapur	~USD 770 Mrd.	★★★★☆	★★★★☆
ADIA	Abu Dhabi	~USD 1,0 Bio.	★★★☆☆	★★★★☆
CIC	China	~USD 1,3 Bio.	★★★☆☆	★★★★☆
KIA	Kuwait	~USD 800 Mrd.	★★★☆☆	★★★★☆

Bewertungen approximativ auf Basis SWFI Linaburg-Maduell Transparency Index, IMF-Berichte und akademischer Literatur.

Der GPFG ist der einzige Staatsfonds in dieser Größenklasse, der sowohl maximale Transparenz als auch dokumentierte politische Unabhängigkeit aufweist. Diese beiden Merkmale sind keine getrennten Leistungen: Transparenz erzwingt Unabhängigkeit, weil jede politische Einflussnahme sofort sichtbar wird. Das eine ist das strukturelle Fundament des anderen.

Was Norwegen damit geschaffen hat, ist kein perfektes System, weil das nicht existiert. Was existiert, ist ein System, das Fehler teuer und sichtbar macht. Das ist der realistisch erreichbare Standard für institutionelle Governance.

QUELLEN

- NBIM: Annual Report 2025. Oslo: Norges Bank Investment Management.
- Mork-Kommission (2016): NOU 2016:20 – Aksjeandelen i Statens pensjonsfond utland. Oslo.

- Norges Bank – Ida Wolden Bache: Hearing vor dem Storting, 13. Mai 2026 (Strategische Überprüfung Aktienquote / Anleihen / geopolitische Risiken). Verfügbar: bis.org/review/r260505l.htm
 - FTSE Russell: FTSE Global All Cap Index Factsheet. London, 2025.
 - Norwegian Ministry of Finance: Report to the Storting No. 2 (2017-2018). Oslo.
 - Etikkrådet (Council on Ethics): Annual Report 2025. Oslo.
 - IWG / SWF: Santiago Principles – Generally Accepted Principles and Practices. International Working Group of Sovereign Wealth Funds, 2008.
 - Sentralbankloven (Norges Bank Act). Oslo: Stortinget, 2020.
 - Regjeringen.no: Mandate for the Norwegian Council on Ethics. Oslo.
 - SWFI: Linaburg-Maduell Transparency Index 2025/26.
-

Responsible Investment & Nachhaltigkeit

Der GPFG zählt zu den transparentesten und aktivsten Responsible-Investment-Akteuren der globalen Kapitalmärkte und definiert Verantwortung dabei nicht als Etikett, sondern als operatives Vier-Ebenen-System: Ausschluss nicht-vertretbarer Geschäftsmodelle, aktive Förderung nachhaltiger Unternehmensführung, gezielte Resilienz-Verstärkung und Direktinvestitionen in Impact-Bereiche. Dieses Kapitel zerlegt die ESG-Architektur des Fonds, dokumentiert konkrete Ausschluss- und Engagement-Entscheidungen und ordnet das Modell in den internationalen Vergleich ein. Die Leitfrage: Wo trägt Nachhaltigkeit zur Rendite bei, wo kostet sie, und wie wird der Unterschied entschieden?

Der Fonds, dessen Kapitalquelle das fossile Zeitalter ist, erzielt unter allen großen Staatsfonds die höchste systemische Resilienz gegenüber den Langfristrisiken eben dieses Zeitalters: Das ist das Norwegen-Paradox, das dieses Kapitel analysiert. Beschrieben werden die vier Säulen des ESG-Rahmens, auf dem NBIM das Responsible-Investment-Mandat operationalisiert: Avoid als äußere Grenze durch mehr als 320 Ausschlüsse, Advance als aktive Eigentümerschaft in rund 10.900 jährlichen Hauptversammlungsabstimmungen (FY 2025), Accentuate als normative Erwartungssetzung gegenüber Unternehmen in Kernfragen wie Klima, Wasser und Steuerverantwortung sowie Impact durch gezielte Investitionen in erneuerbare Energien. Das Kapitel erläutert, warum dieser Ansatz bewusst auf einen Best-in-Class-Ansatz verzichtet und ESG konsequent als Risikoarchitektur versteht, nicht als Kommunikationsinstrument.

Das Norwegen-Paradox

Der Norwegische Staatsfonds ist aus Öleinnahmen entstanden. Jede Krone, die er heute verwaltet, war einmal ein Barrel Rohöl. Und dennoch gehört der GPFG zu den wenigen institutionellen Investoren dieser Größenordnung, die Nachhaltigkeitskriterien so konsequent und öffentlich nachvollziehbar in den Investmentprozess integriert haben. Kleinere Fondsmandatare wie österreichische Vorsorgekassen arbeiten teils mit noch strengeren Positivlisten und Ausschlüssen. Das Besondere am GPFG ist nicht das absolute Ambitionsniveau, sondern dass dieser Ansatz auf einem Fonds mit EUR 1,8 Billionen funktioniert und vollständig transparent umgesetzt wird.

Dieser scheinbare Widerspruch ist kein Zufall und auch keine Heuchelei. Er ist das Ergebnis einer strategischen Grundentscheidung, die Norwegen früher getroffen hat als die meisten anderen Volkswirtschaften.

Die Trennung ist dabei konsequent: Die Einnahmequelle gehört der Vergangenheit an. Das Öl ist endlich, der Klimawandel real, die Transformation der Energiewirtschaft unaufhaltsam. Das Kapital aber, das aus diesen Einnahmen entstanden ist, hat einen anderen Zeithorizont. Es soll dauerhaft erhalten bleiben, über Generationen hinweg. Und wer ein Portfolio für 50 oder 100 Jahre aufbaut, kommt an der Erkenntnis nicht vorbei, dass ESG-Risiken keine Zusatzbetrachtung

sind, sondern Portfoliorisiken wie jedes andere. Was dahintersteckt, hat nichts mit Moral oder Aktivismus zu tun. Es ist Risikoarchitektur.

Vier Säulen der Nachhaltigkeitsintegration

Norges Bank Investment Management hat ein mehrdimensionales Framework entwickelt, das Nachhaltigkeit nicht als Marketingversprechen, sondern als Bestandteil des Investmentprozesses versteht. Es beruht auf vier Säulen.

Avoid: Ausschlusskriterien

Die erste Säule ist die schärfste. Der GPFG schließt Unternehmen vollständig aus seinem Universum aus, wenn bestimmte Geschäftsmodelle oder Handlungsweisen mit den ethischen Grundsätzen des Fonds unvereinbar sind. Der Etikkrådet, ein unabhängiger Ethikrat, überprüft Unternehmen und empfiehlt Ausschlüsse; die endgültige Entscheidung trifft Norges Bank (seit der Neuordnung 2015 liegt die Entscheidungskompetenz bei Norges Bank, nicht beim Finanzministerium).

Per Ende 2025 sind über 320 Unternehmen ausgeschlossen, weitere rund 20 stehen unter Beobachtung (Quelle: NBIM, Stand Februar 2026). Die Ausschlusskriterien im Überblick:

Kategorie	Ausschlusskriterium
Waffenproduktion	Streumunition, Antipersonenminen, Nuklearwaffen (Produktion oder Schlüsselkomponenten)
Tabak	Produktion von Tabakerzeugnissen
Menschenrechte	Schwerwiegende, systematische Verletzungen in eigener Produktion oder Lieferketten
Umwelt	Massive, irreversible Umweltschäden als Resultat von Unternehmenstätigkeit
Korruption	Erhebliche, wiederkehrende Korruptionsvorfälle

Kohle (seit 2015/2016)	Mehr als 30 % Umsatz aus Kohleabbau oder Kohlekraftwerksbetrieb
Upstream-Öl (seit 2019, Mandats-Entscheidung des Finanzministeriums)	Reine Upstream-Ölgesellschaften ohne glaubwürdige Diversifikationsstrategie

Was bedeutet ein Ausschluss konkret?

NBIM verkauft alle gehaltenen Aktien des betroffenen Unternehmens. Bei einem durchschnittlichen Anteil von 1,5 % bedeutet das bei einem mittelgroßen Unternehmen mit EUR 10 Milliarden Marktkapitalisierung einen Verkauf von rund EUR 150 Millionen. Das bewegt Kurse.

Wichtiger als der direkte Kapitaleffekt ist der Signaleffekt: Die Ausschlussliste wird öffentlich auf nbim.no veröffentlicht, mit vollständiger Begründung. Viele andere institutionelle Investoren und ESG-Datenanbieter verwenden die NBIM-Liste als Referenz. Ein Ausschluss durch den weltgrößten Staatsfonds löst eine Kettenreaktion aus: andere Investoren prüfen ihre eigenen Positionen, der Risikoaufschlag auf Fremdkapital steigt, und das Management des betroffenen Unternehmens bekommt Erklärungsbedarf gegenüber seinen eigenen Aktionären.

Sind auch Staaten betroffen?

Ja. Das Ausschluss-Framework gilt nicht nur für Unternehmensaktien, sondern auch für Staatsanleihen. Die Ethikrat-Grundsätze können zur Empfehlung führen, Regierungsanleihen bestimmter Länder nicht zu halten. So wurde Myanmar nach dem Militärputsch im Februar 2021 aus dem Anleiheportfolio ausgeschlossen. Russland wurde nach dem Angriff auf die Ukraine im Februar 2022 vollständig desinvestiert. Die formelle Grundlage ist jeweils ein Ethikrat-Votum, das dem Finanzministerium vorgelegt wird.

Advance: Aktive Stimmrechtsausübung

Die zweite Säule wirkt nach innen: in die investierten Unternehmen hinein. NBIM übt auf rund 10.900 Hauptversammlungen weltweit aktiv Stimmrechte aus. Das ist keine Verwaltungsaufgabe, sondern ein strategisches Instrument.

Die Abstimmungsprioritäten im Überblick:

Priorität	Was NBIM erwartet	Bei Nichterfüllung
Vorstandsvergütung	Transparente, langfristig orientierte Vergütung; keine übermäßigen Kurzzeit-Boni	Gegen Vergütungsberichte; gegen Wiederwahl des Compensation Committee
Boarddiversität	Ausgewogene Zusammensetzung nach Geschlecht, Herkunft, Erfahrung	Gegen Kandidaten, wenn Diversity-Standards nicht erfüllt
Klimatransparenz	TCFD-konforme Offenlegung; Netto-Null-Strategie in energieintensiven Sektoren	Gegen Entlastung; für Klima-Aktionärsanträge
Aktionärsrechte	Gleiche Stimmrechte (one share, one vote); Transparenz bei Kapitalmaßnahmen	Gegen Dual-Class-Strukturen; für Transparenz-Anträge

Wer als Unternehmen weiß, dass ein Investor mit 1,5 % Anteil die Hauptversammlung aktiv mitgestaltet und seine Position öffentlich erklärt, verhält sich anders als gegenüber einem passiven Indexfonds.

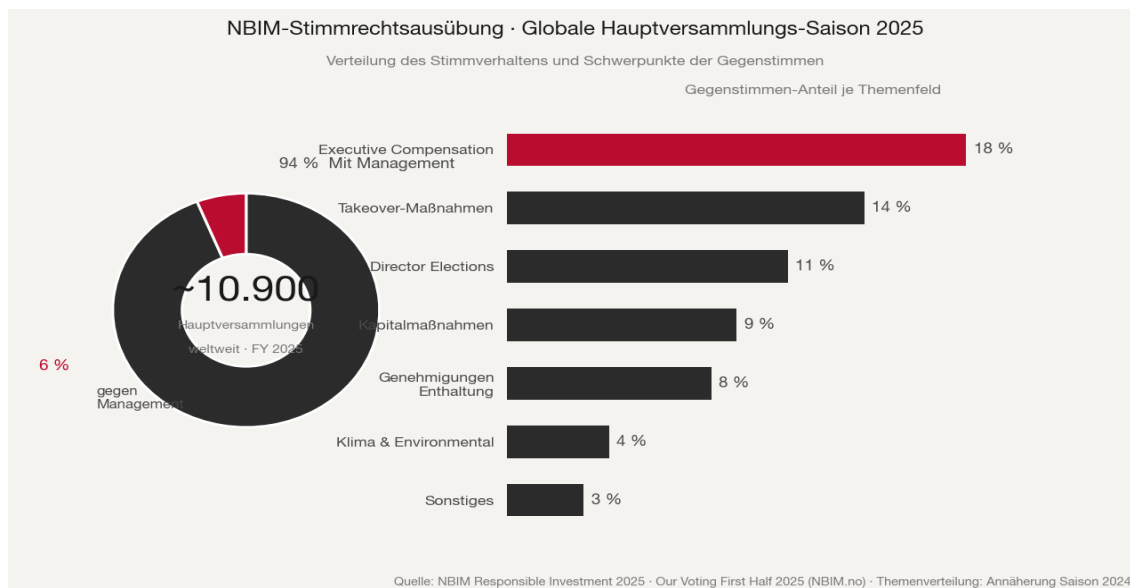


Abb. 14 · Stimmverhalten von NBIM auf Hauptversammlungen

Daten: NBIM Active Ownership Report 2025

Die Grafik zerlegt das Stimmverhalten in zwei Dimensionen: Links die Gesamtverteilung über rund 10.900 Hauptversammlungen, rechts die thematische Differenzierung der Against-Stimmen. Die scheinbar hohe Quote von 94 % Zustimmung zu Management-Vorschlägen (FY 2025) relativiert sich in der thematischen Aufschlüsselung: Bei Executive-Compensation-Beschlüssen stimmt NBIM in fast jedem fünften Fall gegen das Management, bei Anti-Takeover-Maßnahmen in jedem siebten. Genau dort, wo Aktionärsrechte und Kapitaldisziplin auf dem Spiel stehen, wird der Fonds zum aktiven Gegenpol, während er bei operativen Routinebeschlüssen den Vorschlägen des Boards überwiegend folgt. Aktive Eigentümerschaft heißt nicht permanente Opposition, sondern selektive, themenspezifische Widerständigkeit dort, wo strukturelle Anreize verzerrt sind.

Wird die Abstimmungsstrategie vorab publiziert?

Seit 2021 ja. NBIM veröffentlicht für alle bedeutenden Abstimmungen die geplante Stimmabgabe typischerweise 1–2 Wochen vor der Hauptversammlung auf nbim.no. Das erlaubt es anderen Investoren, ihre eigene Stimmabgabe daran zu orientieren, und erhöht den kollektiven Druck auf das Management. Zusätzlich erscheint jährlich ein vollständiger Voting Policy Report, der die generellen Grundsätze und die statistischen Abstimmungsmuster des vergangenen Jahres dokumentiert. Rund 50–

70 Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter sind bei NBIM im Bereich Responsible Investment und aktive Eigentümerschaft tätig.

Accentuate: Thematische Schwerpunkte

Die dritte Säule adressiert strukturelle Risiken, die über einzelne Unternehmen hinausgehen. NBIM definiert drei Fokusthemen, bei denen systemische Risiken für langfristige Renditen bestehen:

Thema	Systemisches Risiko	Erwartungsdokument seit	Konkrete Anforderungen
Klimawandel	Physische und transitorische Risiken in allen Sektoren	2009 (aktualisiert 2023)	TCFD-Reporting, Netto-Null-Ziel, Szenarioanalysen, Scope-3-Emissionen
Wasser-knappheit	Betriebsunterbrechungen und Regulierungsrisiken in wasserintensiven Industrien	2020	Wasserverbrauchsreporting, Management-Pläne für wasserarme Standorte
Kinderarbeit in Lieferketten	Reputations-, Regulierungs- und Lieferkettenstörungsrisiken	2012 (aktualisiert 2020)	Lieferketten-Due-Diligence, Auditprozesse, Transparency Reporting

Wie wird das konkret umgesetzt?

Zu jedem dieser Themen veröffentlicht NBIM sogenannte Expectation Documents, also Erwartungsdokumente, die direkt an Unternehmen kommuniziert werden. Sie beschreiben, was NBIM von einem Unternehmen in diesem Bereich erwartet, in welchem Zeithorizont, und wie das dokumentiert werden soll.

Der Mechanismus funktioniert in drei Stufen: Erstens der Dialog. NBIM nimmt direkt Kontakt mit Unternehmen auf, die in einem der Themenbereiche als Hochrisikofall eingestuft sind. Diese Gespräche sind nicht öffentlich. Zweitens die Abstimmung. Zeigt das Unternehmen keine glaubwürdige Reaktion, spiegelt sich das in der Stimmabgabe auf der nächsten Hauptversammlung wider. Drittens der Ausschluss. In schwerwiegenden Fällen, in denen Engagement keine Wirkung zeigt und die Grundsätze des Etikkrådet verletzt sind, wird ein Ausschlussverfahren eingeleitet.

Der entscheidende Unterschied zu klassischem ESG-Screening: NBIM formuliert einen inhaltlichen Anspruch an die Zukunftsfähigkeit von Geschäftsmodellen, nicht nur eine Checkliste vergangener Vergehen. Weil der Fonds durch seine schiere Größe jeden relevanten Sektor der Weltwirtschaft hält, hat er ein strukturelles Interesse daran, dass Unternehmen systemische Risiken managen. Was einem einzigen Unternehmen schadet, kann der Fonds diversifizieren. Was dem gesamten System schadet, nicht.

Impact: Renewables-Mandat

Die vierte Säule ist die jüngste und am stärksten wachsende. Seit 2019 darf NBIM in nicht börsennotierte erneuerbare Energieinfrastruktur investieren. Das Renewables-Mandat ermöglicht direkte Beteiligungen an Wind- und Solarparks, außerhalb des liquiden Aktienportfolios.

Warum vorerst nur Europa?

Die Entscheidung für Europa ist bewusst und hat mehrere Ursachen. Erstens die Regulierungssicherheit: Europa verfügt mit dem EU Renewable Energy Act, nationalen Einspeisevergütungen und dem EU-Taxonomierahmen über das am besten entwickelte Regulierungsumfeld für erneuerbare Infrastruktur. Verträge sind langfristig stabil, Eigentumsrechte rechtssicher. Zweitens die Nähe und Expertise: NBIM sitzt in Oslo und hat jahrzehntelange Erfahrung mit europäischen Märkten, Rechtssystemen und Projektentwicklern. Drittens die Risikosystematik: Bei einem neuen, bisher unbekanntem Anlagesegment reduziert man bewusst die Komplexitätsebenen. Unbekannte Asset-Klasse plus unbekannter Markt wäre eine Kombination, die das Risikoprofil schwer beherrschbar macht.

Stand Ende 2025 hält NBIM 13 Direktbeteiligungen, darunter Offshore-Windparks in den Niederlanden, dem Vereinigten Königreich, Dänemark und Deutschland sowie Solarprojekte in Deutschland und Schweden, ergänzt 2025 um den ersten Einstieg in Stromnetze (TenneT Germany). Das Gesamtportfolio umfasste per Ende 2025 rund NOK 91,3 Milliarden (ca. EUR 7,9 Milliarden), was 0,4 % des Fondsvermögens entspricht. Die installierte Erzeugungskapazität wuchs 2025 auf 7.543 Megawatt, ein Plus von 54 % gegenüber dem Vorjahresstand von 4.903 Megawatt; das eingesetzte Kapital nahm parallel deutlich zu. Die Rendite des Renewables-Portfolios betrug 2025 rund 18,1 %. Die Obergrenze des Mandats liegt bei 2 % des Fondsvermögens (entspricht ca. NOK 425 Milliarden).

Wie groß soll das Segment werden?

Das parlamentarische Mandat erlaubt bis zu 2 % des Fondsvolumens. Bei aktuell EUR 1,8 Billionen AUM entspricht das einem theoretischen Zielvolumen von rund EUR 36 Milliarden. Der tatsächliche Stand von rund EUR 7,9 Milliarden liegt bei etwa 0,4 % des AUM und damit deutlich unterhalb der Mandatsgrenze. Das Segment befindet sich noch im Aufbau, und NBIM geht bei der Projektauswahl bewusst selektiv vor: Direktbeteiligungen statt Fondsvehikel, langer Zeithorizont, stabile Cashflows, keine Spekulationslogik.

Eine Ausweitung auf US-amerikanische oder asiatische Märkte ist nicht ausgeschlossen, wurde aber bislang nicht beschlossen. Die Lernkurve in Europa wird zuerst abgewartet.

Klimarisiko als Portfoliorisiko

Wenn Investoren über Klimawandel sprechen, geht es meistens um Impact, also um die Frage: Wie viel CO₂ emittiert mein Portfolio? Norwegen stellt die Frage anders: Wie viel Klimarisiko liegt in meinem Portfolio? Das ist ein fundamentaler Unterschied.

Klimarisiko als Investitionsbegriff umfasst zwei Dimensionen: physische Risiken, also direkte Schäden durch Extremwetterereignisse, steigende Meeresspiegel oder veränderte Niederschlagsmuster, sowie transitorische Risiken, die durch den Übergang selbst entstehen: strengere Regulierung, Carbon-Preise, veränderte

Konsumentenpräferenzen, neue Technologien, die bestehende Geschäftsmodelle entwerfen.

NBIM veröffentlicht seit 2016 TCFD-konforme Klimaberichte. Die jüngste Ausgabe, Climate and Nature Disclosures 2025, dokumentiert das Portfolio-Klimaprofil mit einer methodischen Tiefe, die unter institutionellen Investoren ihresgleichen sucht. TCFD steht für Task Force on Climate-related Financial Disclosures und ist der international anerkannte Standard für klimabezogene Transparenz in der Berichterstattung. Die Leitfrage lautet: Welche physischen und transitorischen Risiken treffen das Portfolio in verschiedenen Klimaszenarien, und wie verändert sich dieses Risikoprofil im Zeitverlauf?

Vier Kennzahlen aus dem aktuellen Bericht verdienen besondere Aufmerksamkeit, weil sie das abstrakte Bekenntnis zu Klimarisikomanagement in messbare Größen übersetzen.

Die erste Kennzahl ist die Implied Temperature Rise (ITR): Das Aktienportfolio weist per Ende 2025 einen implizierten Temperaturanstieg von 2,5 °C auf, unverändert gegenüber dem Vorjahr und weiterhin deutlich oberhalb des Pariser 1,5-Grad-Pfads. Die ITR ist eine forward-looking Metrik, die nicht die aktuellen Emissionen misst, sondern berechnet, welche Erwärmung die heutigen Emissionspfade und Reduktionsziele der Portfoliounternehmen langfristig implizieren, und damit die Glaubwürdigkeit von Klimaversprechen quantifiziert.

Die zweite Kennzahl sind die Financed Emissions: NBIMs Anteil an den Scope-1- und -2-Emissionen seiner Beteiligungen beträgt per Ende 2025 51 Millionen Tonnen CO₂-Äquivalent, gegenüber 48 Millionen Tonnen im Vorjahr (+6 %). NBIM weist ausdrücklich darauf hin, dass dieser Anstieg überwiegend methodische Ursachen hat, nicht eine reale Verschlechterung der Portfolio-Emissionen. Die Scope-3-Emissionen (vor- und nachgelagerte Wertschöpfungskette) liegen mit 257 Millionen Tonnen rund das Fünffache höher und reflektieren das vollständige Klima-Exposure des Portfolios.

Die dritte Kennzahl ist die Carbon Intensity (Weighted Average Carbon Intensity, WACI): Die WACI des Aktienportfolios und die finanzierten Emissionen sind zwischen 2022 und 2024 jeweils um 5 % beziehungsweise 11 % gesunken, getragen

durch das strukturelle Wachstum emissionsarmer Sektoren wie Technologie sowie durch gezielte Engagement- und Divestment-Entscheidungen.

Die vierte Kennzahl ist das Netto-Null-Coverage: Per Ende 2025 sind 73 % der finanzierten Emissionen durch wissenschaftsbasierte Netto-Null-2050-Ziele abgedeckt, gegenüber 74 % im Vorjahr und 43 % noch im Jahr 2021. Der leichte Rückgang gegenüber 2024 reflektiert Verschiebungen im Portfoliomix; die Langfristtendenz seit 2021 zeigt jedoch eine deutliche Verbreiterung wissenschaftsbasierter Klimaziele unter den investierten Unternehmen.

Zur Einordnung des Gesamtrisikos: Die TCFD-konforme Szenarioanalyse schätzt den kumulierten Wertverlust des Portfolios durch den Klimawandel bis zum Jahr 2080 auf 2 bis 10 % des gegenwärtigen Portfoliowerts, je nach Klimaszenario. Werden technologische Opportunitäten aus der Energietransition gegengerechnet, sinkt die Bandbreite auf 2 bis 8 %. NBIM weist dabei ausdrücklich darauf hin, dass physische Klimarisiken in bottom-up Modellen strukturell unterschätzt werden, weil systemische Kaskadeneffekte auf die Gesamtwirtschaft nicht vollständig abgebildet werden können.

Ein zusätzlicher Befund aus den Disclosures 2025 betrifft die Konzentration: 20 % der Portfoliopositionen sind für mehr als 60 % der finanzierten Emissionen verantwortlich. Diese Konzentration ist die analytische Grundlage für das gezielte Engagement-Programm; NBIM fokussiert seine direkte Eigentümeransprache 2025 auf 428 Unternehmen mit besonders hohem Klima-Exposure (Vorjahr: 479). Die Investitionen in erneuerbare Energieinfrastruktur wurden parallel ausgebaut: Die Erzeugungskapazität stieg 2025 auf 7.543 Megawatt, ein Plus von 54 % gegenüber dem Vorjahr.

(Quelle: NBIM Climate and Nature Disclosures 2025)

Der Upstream-Öl-Ausschluss 2019 war kein Klimaaktivismus. Er war Risikoarchitektur. NBIM argumentierte, dass Upstream-Öl-Unternehmen eine hohe Korrelation mit dem restlichen norwegischen Staatsvermögen aufweisen, das ebenfalls von Ölpreisen abhängt. Ein Fonds, der Norwegen vor Ölpreisisiken schützen soll, braucht keine strukturelle Übergewichtung in Unternehmen, die denselben Risiken ausgesetzt sind. Das ist portfoliotheoretisch konsequent.

Der Kohleausschluss folgt einer anderen Logik: Unternehmen mit mehr als 30 % Umsatz aus Kohleabbau oder Kohlekraftwerken wurden ausgeschlossen, weil das transitorische Risiko dieser Geschäftsmodelle als strukturell zu hoch eingeschätzt wurde.

Aktive Eigentümerschaft als ESG-Instrument

Wofür setzt NBIM seine Stimmrechte tatsächlich ein? Die öffentlichen Abstimmungsrichtlinien beschreiben drei operative Prioritäten:

Erstens Vorstandsvergütung. NBIM stimmt regelmäßig gegen übermäßige Bonusprogramme, die kurzfristige Anreize auf Kosten langfristiger Wertschöpfung setzen. Zweitens Boarddiversität. NBIM erwartet von Unternehmen eine ausgewogene Zusammensetzung des Aufsichtsrats, sowohl nach Geschlecht als auch nach Herkunft und Erfahrung. Drittens Klimatransparenz. Unternehmen, die in energieintensiven Sektoren tätig sind, werden durch gezieltes Stimmrechtsverhalten zur Offenlegung von Klimarisiken und -strategien angehalten.

NBIM ist außerdem Mitinitiator und aktiver Teilnehmer der Climate Action 100+, einer globalen Investoreninitiative, die direkt mit den 100 größten CO₂-Emittenten in Dialog tritt. Das Gewicht dieses Netzwerks ist erheblich: Die beteiligten Investoren verwalten zusammen mehr als 60 Billionen US-Dollar.

Die naheliegende Frage ist: Wirkt das? Hat aktives Stimmrechtsverhalten messbare Auswirkungen auf das Verhalten von Unternehmen? Zum ersten Mal liegen dafür belastbare Daten vor, die über anekdotische Einzelbeispiele hinausgehen.

Der Net Zero Company Benchmark der Climate Action 100+, dessen 2025er Ausgabe die Entwicklung der bedeutendsten CO₂-Emittenten weltweit systematisch dokumentiert, zeigt ein gemischtes Bild. Auf der Habenseite: 69 % der bewerteten Unternehmen haben ihre absoluten Scope-1-und-2-Emissionen in den vergangenen drei Jahren gesenkt, und der Anteil jener mit öffentlich kommunizierten Netto-Null-Zielen hat stark zugenommen. Für das GPFG-Portfolio gilt, dass 73 % der finanzierten Emissionen per Ende 2025 durch wissenschaftsbasierte Netto-Null-2050-Ziele abgedeckt sind, gegenüber 43 % noch im Jahr 2021.

Auf der Sollseite ist das Bild ernüchternder: Nur 32 % der bewerteten Unternehmen reduzieren ihre Emissionsintensität in einem Tempo, das mit dem 1,5-°C-Pfad kompatibel ist. Klimabekennnisse und glaubwürdige Dekarbonisierungsstrategien klaffen nach wie vor auseinander. NBIMs Reaktion auf diese Lücke ist messbar: Im Jahr 2024 stimmte NBIM gegen die Wiederwahl von 96 Aufsichtsratsmitgliedern in globalen Portfoliounternehmen, explizit begründet mit mangelhaftem Klimarisikomanagement. 267 Unternehmen stehen auf der internen Climate Focus List und werden prioritär für Engagement ausgewählt, weil sie den größten Anteil an den finanzierten Emissionen tragen.

Empirisch gilt, dass große Einzelaktionäre mit öffentlich kommunizierter Position eine signifikant höhere Wirkung erzielen als atomisierte Kleinaktionäre. NBIM erfüllt beide Bedingungen: Es ist groß und es kommuniziert öffentlich. Ob das im Einzelfall ausreicht, bleibt kontextabhängig. Dass es keinerlei Wirkung hätte, lässt sich nach dem vorliegenden Datenbild nicht mehr ernsthaft behaupten.

(Quelle: Climate Action 100+ Net Zero Company Benchmark 2025 · NBIM Climate and Nature Disclosures 2024)

Kritische Einordnung

Die stärkste Kritik am GPFG als ESG-Vorbild ist einfach zu formulieren: Ein Fonds, der aus Öleinnahmen besteht, kann nicht gleichzeitig das Aushängeschild für nachhaltige Investments sein. Das ist Greenwashing in staatlicher Verpackung.

Diese Kritik ist nicht falsch. Sie greift nur an der falschen Stelle an.

Der GPFG hat nie behauptet, er wäre ohne Widersprüche. Norwegen fördert weiterhin Öl und Gas, und das Kapital des Fonds entstammt diesen Einnahmen. Das ist eine politische und gesellschaftliche Entscheidung, die Norwegen für sich getroffen hat und über die man streiten kann.

Die relevantere Frage lautet: Handelt Norwegen mit dem bereits vorhandenen Kapital besser als andere? Und diese Frage ist eindeutig mit Ja zu beantworten. Die Ausschlussregeln sind streng und werden konsequent angewendet. Die Stimmrechtsausübung ist transparent und nachvollziehbar. Das TCFD-Reporting ist substanziell. Das Renewables-Mandat ist strategisch konsistent.

Die Glaubwürdigkeit eines ESG-Investors entscheidet sich nicht an der Herkunft des Kapitals. Sie entscheidet sich am Handeln mit dem Kapital. Gemessen an diesem Maßstab gehört der GPFG zur Spitze.

Das heißt nicht, dass das Modell makellos ist. Drei Punkte verdienen kritische Aufmerksamkeit.

Erstens: Die Wirksamkeit aktiver Eigentümerschaft bei einem global diversifizierten Portfolio mit tausenden Beteiligungen ist schwer zu skalieren. Was bei 50 Kernbeteiligungen funktioniert, verliert sich bei 7.200 Positionen.

Zweitens: Die Ausschlusskriterien sind nachvollziehbar, aber teilweise willkürlich abgegrenzt. Warum 30 % Umsatz aus Kohle als Schwellenwert? Warum nicht 20 %? Solche Grenzen sind politische Kompromisse, keine wissenschaftlichen Erkenntnisse.

Drittens: Der GPFG ist ein Passivfonds, der einen globalen Aktienmarkt abbildet. ESG-Integration durch Ausschluss und Stimmrechte ändert die Zusammensetzung am Rand. Ob das die Welt besser macht oder nur das eigene Portfolio bereinigt, bleibt eine offene Frage.

Ein vierter Punkt verdient besondere Aufmerksamkeit, weil er eine strukturelle Designentscheidung betrifft: Der GPFG kennt keine Positivkriterien.

Nachhaltigkeitsvorreiter werden nicht bewusst übergewichtet, Best-in-Class-Ansätze nicht angewendet, kein Portfolio-Tilt in Richtung besonders nachhaltige Unternehmen vorgenommen. Warum?

Drei Argumente erklären diesen Verzicht. Erstens die schiere Größe: Mit rund 1,5 % an allen börsennotierten Unternehmen weltweit und über 7.200 Positionen ist der GPFG selbst ein Abbild des globalen Marktes. Wer den Markt in diesem Ausmaß hält, kann ihn nicht sinnvoll nach Qualitätskriterien tilten, ohne massive Tracking-Error-Probleme, Überkonzentrationen und Marktverzerrungen zu erzeugen. Zweitens das politische Mandat: Der Storting hat NBIM beauftragt, die Kaufkraft des Fondsvermögens zu erhalten und zu mehren. Ein explizites Positivmandat würde ein zweites Ziel einführen und die Verantwortlichkeiten verwischen. Drittens das Objektivitätsproblem: Ausschlusskriterien sind scharf definierbar. „Keine Streumunitionsproduzenten“ ist klar. „Nachhaltigkeitsvorreiter“ ist es nicht. Wer

entscheidet, ab welchem ESG-Score ein Unternehmen positiv gilt? Jede Positivliste ist eine implizite Wette auf die Qualität eines ESG-Datenproviders.

Das Renewables-Mandat ist dabei die einzige Ausnahme: Direkte Investitionen in erneuerbare Energieinfrastruktur kommen einem positiven Screening nahe, allerdings im nicht börsennotierten Bereich, wo Skalierungsprobleme nicht in gleichem Maß gelten.

Diese Kritik mindert nicht die Leistung des Modells. Sie ordnet sie ein. Der GPFG zeigt, wie institutionelles ESG-Investment in der Praxis aussieht: systematisch, transparent, langfristig orientiert und mit ehrlichem Blick auf die eigenen Grenzen.

QUELLEN

- Lov om Norges Bank (Norges Bank Act). Oslo: Stortinget, 1985 (as amended 2019).
- Lov om Statens pensjonsfond (Government Pension Fund Act). Oslo: Stortinget, 2005.
- NBIM: Ownership Policy 2025. Oslo: Norges Bank Investment Management.
- NBIM: Annual Report 2025. Oslo: Norges Bank Investment Management.
- NBIM: Climate and Nature Disclosures 2025. Oslo (März 2026).
- Climate Action 100+: Net Zero Company Benchmark 2025. London / New York.
- TCFD: Task Force on Climate-related Financial Disclosures – Final Recommendations. FSB, 2017 (Fortschreibung 2021).
- Etikkrådet (Council on Ethics): Annual Report 2025. Oslo.
- NBIM: Active Ownership Report 2025. Oslo.

Portfolio- und Umsetzungsprofil

Wie sieht das größte Investmentportfolio der Welt im Detail aus, und welche operativen Entscheidungen liegen hinter den aggregierten Allokationszahlen? Dieses Kapitel öffnet das Portfolio des Fonds nach Regionen, Sektoren, Größenklassen und Asset-Klassen. Es beschreibt die strategischen Untergewichtungen, die Begründung großer Einzelpositionen, die Rolle von Schwellenländern und die operative Umsetzung der Infrastrukturquote. Im Fokus stehen die Brüche zwischen Index-Logik und aktiver Abweichung, die der Fonds bewusst und transparent zulässt.

Nachdem die vorangehenden Kapitel die Investmentstrategie und Governance des GPFG in ihrer institutionellen Dimension beschrieben haben, richtet dieses Kapitel die Perspektive auf eine weiterführende Frage: Welche Elemente des Modells sind für private Anleger und Unternehmer:innen auf kleinerer Ebene replizierbar? Im Mittelpunkt steht ein strukturierter Profilvergleich zwischen dem institutionellen Konstrukt und seinen möglichen privaten Entsprechungen: dem Cashflow-Portfolio, das Einnahmen systematisch in Kapital überführt, und dem Freiheitsportfolio, das auf einer 3-%-Entnahmeregel basiert und den Kapitalstock strukturell erhält. Das Kapitel zeigt, dass die Kernarchitektur nicht an Fondsgröße gebunden ist, sondern an Verhalten.

Die vorangehenden Kapitel haben Entstehungskontext, Investmentstrategie, Governance-Architektur und ESG-Rahmen des GPFG beschrieben. Dieser Abschnitt überführt diese Grundlagen in ein Anwendungsprofil: eine strukturierte Charakterisierung des Modells, eine Einschätzung der Replizierbarkeit für unterschiedliche Anlegergruppen und eine Analyse der Kostenlogik und Volatilitätsanforderungen, die für eine dauerhafte Umsetzung entscheidend sind.

Das Profil auf einen Blick

Das Modell lässt sich anhand weniger Kerndimensionen strukturiert erfassen. Die folgende Übersicht ermöglicht den direkten Vergleich mit anderen Investmentstrategien.

Dimension	Einschätzung	Erläuterung
Renditepotenzial	Hoch	~6,6 % p.a. nominal / ~4,3 % real seit 1998
Risikoprofil	Mittel-Hoch	70 % Aktien; maximaler Jahresverlust -23,3 % (2008)
Liquidität	Sehr hoch	Illiquider Anteil ~5 % (Immobilien + Renewables)
Komplexität	Gering	Mit zwei bis drei ETFs replizierbar

Umsetzbarkeit	Sehr hoch	Kein Mindestkapital; keine institutionellen Zugangshürden
Kosten institutionell	~0,04 % Managementkosten p.a.	Internes NBIM-Management (3,3 Bp. exkl. / 3,9 Bp. inkl. Performance Fees)
Kosten Privatanleger:in	~0,10–0,20 % TER	Über ETFs replizierbar
Zeithorizont	30+ Jahre	Kurzfristig suboptimal; volles Potenzial ab zehn bis 15 Jahren

Strategische Positionierung 2026 (Quellen: Handelsblatt, 04.05.2026 · nbim.no/en/investments/benchmark-index/)

NBIMs Aktien-Benchmark weist USA mit 54 % und Europa mit 22 %; bewusst abweichend vom FTSE Global All Cap (USA ca. 63 %). Diese Untergewichtung der USA gegenüber dem globalen Marktkapitalisierungsindex ist eine strukturelle Entscheidung, keine passive Marktabbildung. Eine Erweiterung um Schwellenländer-Anleihen im Rentensegment sowie eine differenzierte Behandlung von Investments im Bereich Rechenzentren werden im laufenden Mandatsprozess medial diskutiert; eine abschließende Anpassung des Mandats ist Gegenstand laufender Stortingsmeldungen. Die Gesamtaktienquote von 70 % bleibt unverändert. Das Profil-auf-einen-Blick bildet die strategische Grundstruktur ab; die regionale Feingewichtung ist Gegenstand laufender Mandatsüberprüfungen des norwegischen Finanzministeriums.

Auffällig ist die Kombination aus hohem Renditepotenzial und sehr hoher Umsetzbarkeit. Viele Strategien mit vergleichbarem Rendite-Risiko-Profil setzen institutionellen Zugang, erhebliches Mindestkapital oder operative Komplexität voraus. Das GPFG-Modell erfüllt keine dieser Bedingungen. Die Grundstruktur ist ab einem kleinen Anlagekapital mit wenigen Indexfonds umsetzbar.

Was sich gegenüber dem institutionellen Modell verändert, ist die Governance-Architektur. Private und unternehmerische Portfolios verfügen über keine Fiskalregel, keine parlamentarische Kontrolle und kein institutionelles Regelwerk, das impulsive Entscheidungen in Krisen strukturell verhindert. Geschlossen werden kann diese Lücke durch persönliche Disziplinararchitektur.

Replizierbarkeit: Wer kann was wie nachbauen?

Die Grundarchitektur des GPFG ist nicht proprietär. Strategie, Zielallokation und Governance-Prinzipien sind seit Jahren auf nbim.no öffentlich dokumentiert. Das Transferproblem ist ein Umsetzungsproblem.

Für Unternehmer:innen

Unternehmer:innen stehen vor einer strukturellen Herausforderung, die andere Anlegergruppen in dieser Form nicht kennen: Die Trennung zwischen dem Kapital, das dem Unternehmen gehört, und dem Kapital, das der privaten Vermögensbildung dient, ist im Kern eine verhaltensbezogene Aufgabe. Buchhalterische Instrumente allein lösen sie nicht. Solange kein expliziter Transfermechanismus besteht, dominiert in der Praxis das operative Konto. Investitionsvorhaben konkurrieren mit laufenden Ausgaben, und in dieser Konkurrenz verliert der langfristige Aufbau strukturell gegenüber dem unmittelbaren Bedarf.

Norwegen hat dieses Problem mit einem institutionellen Transfermechanismus gelöst, der in seiner Konsequenz keine Ausnahmen kennt: Sämtliche staatlichen Nettocashflows aus dem Erdölsektor fließen vollständig in den GPFG, bevor der Staatshaushalt kalkuliert wird. Die Einnahmequelle ist durch gesetzliche Automatisierung strukturell vom laufenden Verbrauch getrennt, unabhängig von persönlicher Disziplin.

Die Übertragung auf unternehmerische Verhältnisse folgt derselben Logik: Ein fixer Prozentsatz des Umsatzes (als Orientierungswert: 10 %) fließt automatisch in ein separates Investitionskonto, unabhängig davon, ob die Phase operativ stark oder schwach ist. Die Wahl des Umsatzes als Bezugsgröße folgt einer systematischen Logik: Der Gewinn ist disponibel, er variiert mit Ausgabenentscheidungen und sinkt in schwachen Quartalen. Das Monatsende-Residual tendiert strukturell gegen null, weil es immer Verwendungen gibt, die dagegen konkurrieren. Der Umsatz hingegen

ist die erste greifbare Größe des unternehmerischen Cashflows, die vor der Ausgabenentscheidung anfällt. Die Parallele zur Handlingsregel ist strukturell direkt: Der Transfer wird vor der Ausgabenentscheidung vollzogen, nicht nach ihr.

Die absolute Höhe des Prozentsatzes ist dabei sekundär gegenüber seiner Verbindlichkeit. 3 %, über 20 Jahre konsequent gehalten, wirken stärker als 20 % mit jährlichen Ausnahmen. Was das Modell von einer guten Absicht unterscheidet, ist die Automatisierung: Ein Dauerauftrag, der am ersten des Monats ausgeführt wird, kennt keine schlechten Quartale und keine situativen Sonderargumente.

Ein wesentlicher struktureller Unterschied zu Norwegen bleibt: NBIM kann jede Marktkrise aussitzen, weil der Fonds keine laufenden Liquiditätsverpflichtungen hat. Unternehmer:innen haben Fixkosten. Was in Abschwungphasen schützt, ist ein Liquiditätspuffer auf einem separaten, nicht investierten Konto: drei bis sechs Monatsbeiträge an laufenden Fixkosten. Die Portfoliozusammensetzung hat in diesem Moment nachrangige Bedeutung. Wer diesen Puffer vorhält, ist strukturell nicht gezwungen, das Depot in der Krise anzutasten. Wer ihn nicht vorhält, ist es unter Umständen, unabhängig von Überzeugung und Zeithorizont.

Eine strukturierende Heuristik für unternehmerische Portfolios ist die konsequente Trennung in zwei Dimensionen: Das Cashflow-Portfolio dient der Liquiditätssicherung: Es enthält den Betriebsmittelpuffer, kurzfristig disponible Rücklagen und das laufende Konto. Es ist bewusst nicht renditemaximiert. Das Freiheitsportfolio dient dem langfristigen Vermögensaufbau: Es wird nach der GPFG-Logik investiert, mit langen Zeithorizonten, breiter Diversifikation und klarer Entnahmedisziplin. Diese Zweiteilung verhindert strukturell, dass kurzfristige Liquiditätsanforderungen die Langfriststrategie kompromittieren.

Die dritte Übertragungsfigur aus dem norwegischen Modell ist die Entnahmedisziplin. Der GPFG orientiert seine jährlichen Entnahmen an der erwarteten Realrendite, derzeit rund 3 % des Fondsvermögens. Als persönliches Finanzprinzip quantifiziert: Bei EUR 500.000 Depotvermögen erlaubt eine 3 %-Entnahmeregel eine jährliche Entnahme von EUR 15.000, ohne das Kapital real zu reduzieren. Bei EUR 1 Mio. sind es EUR 30.000. Die Logik dieser Entnahmeregel zielt auf Kapitalerhaltung über Generationen: Liegt die reale Marktrendite langfristig oberhalb der 3 %-Entnahmeschwelle, wächst das Depotvermögen real weiter, auch

wenn jährlich entnommen wird. Wer diesen Mechanismus frühzeitig in seine Vermögensarchitektur integriert, baut ein Portfolio auf, das strukturell nicht aufgebraucht werden muss.

Prinzip	Kernaussage	GPFG-Parallele	Umsetzungsschritt
Umsatz-Transfer	Fixer Prozentsatz vor jeder Ausgabenentscheidung	Handlingsregel: Öleinnahmen fließen in den GPFG, bevor der Staatshaushalt kalkuliert wird	Dauerauftrag 10 % des Umsatzes, am 1. des Monats
Zwei-Portfolio-Struktur	Cashflow-Portfolio (Liquidität) + Freiheitsportfolio (langfristiger Aufbau)	Betriebliche Reserve vs. GPFG-Langfristmandat	Buchhalterische und mentale Trennung der Konten
Liquiditätspuffer	3–6 Monatsbeiträge auf separatem, nicht investiertem Konto	NBIM: keine laufenden Liquiditätsverpflichtungen	Vor Investitionsbeginn einrichten, nicht antasten
Entnahmedisziplin	Max. 3 % p.a. des Depotvermögens	Handlingsregel 3 %	Als persönliche Regel schriftlich fixieren

Für Privatpersonen

Bei privaten Anleger:innen entfaltet der Zeitpunkt des Beginns den stärksten Hebel auf die langfristige Vermögensentwicklung.

Ein ETF-Sparplan, der bei Geburt eines Kindes eröffnet wird und 18 Jahre läuft, hat einen Zeithorizont, der kaum ein anderes Finanzprodukt replizieren kann. Das sind 216 Monate, in denen der Zinseszins arbeitet, Krisen verarbeitet werden und Kursrückgänge sich erholen. Bei EUR 100 monatlich und 6 % p.a. ergibt das nach 18 Jahren rund EUR 38.000. Bei EUR 200 monatlich knapp EUR 76.000. Kein Bausparvertrag, kein Versicherungsmantel und kein staatliches Förderprogramm repliziert diese Arithmetik.

Das zweite Strukturprinzip ist die konsequente Priorisierung der Sparrate gegenüber dem Konsumbudget. Der empirisch bestbelegte Engpass beim privaten Vermögensaufbau liegt in der mangelnden Konsistenz der Exekution über Zeit. Verhaltenswissenschaftliche Studien zeigen, dass Sparziele, die vom Residual des Monats abhängen, systematisch unterschritten werden, weil Ausgaben flexibel auf das verfügbare Budget reagieren und der für Investitionen vorgesehene Betrag im Alltag konkurriert. Der Mechanismus, der das verhindert, ist der Dauerauftrag: Die Sparrate wird als fixer Budgetposten vor dem Konsumbudget abgebucht und automatisiert. Was danach auf dem Konto verbleibt, ist das disponible Budget. Diese Priorisierung ist das private Äquivalent zur Handlingsregel: Transfer vor Ausgabe, nicht nach ihr.

Die psychologische Hauptaufgabe ist dieselbe wie bei Unternehmer:innen: In Krisen nicht verkaufen. Für Privatpersonen ist das strukturell schwieriger, weil kein institutioneller Rahmen das erzwingt. Das private Äquivalent ist die bewusste Reduktion von Kontrolle: kein tägliches Depot-Monitoring, keine Kurs-Alerts, kein reaktives Handeln auf Marktmeldungen, die für einen Langfristinvestor ohne Relevanz sind. Wer weniger Stimuli empfängt, reagiert weniger. Reaktion ist beim Investieren meistens ein Fehler.

Prinzip	Kernaussage	GPFG-Parallele	Umsetzungsschritt
Früh beginnen	Zeithorizont ist der stärkste Hebel, mehr als jede Produktwahl	Generationenübergreifendes Anlagemandat des GPFG	ETF-Sparplan ab frühestmöglichem Zeitpunkt einrichten
Sparrate automatisieren	Transfer vor Ausgabe, nicht danach	Handlingsregel: Einnahmen fließen in den Fonds, bevor Ausgaben kalkuliert werden	Dauerauftrag am 1. des Monats, Betrag fix

Disziplin in Krisen	Kein Verkauf unter Marktdruck	Fiskalregel macht strategische Kurswechsel politisch nahezu unvertretbar	Persönliches Verkaufsverbot schriftlich definieren
Informationsreduktion	Weniger Stimuli erzeugen weniger Fehler	Governance-Architektur schützt NBIM strukturell vor kurzfristiger Logik	Kein tägliches Depot-Monitoring, keine Kurs-Alerts

Für Institutionen

Stiftungen, Wohlfahrtsfonds und Körperschaften des öffentlichen Rechts sind die natürliche institutionelle Analogie zum GPFG: Sie haben lange Zeithorizonte, keine laufenden Liquiditätsverpflichtungen und eine Aufgabe, die über Generationen angelegt ist.

Drei Prinzipien aus dem norwegischen Modell sind direkt übertragbar. Das erste ist die Governance-Dreischicht: Der Mandatgeber beschließt die Strategie, der Richtliniengeber setzt die Rahmenbedingungen, der Umsetzer vollzieht sie operativ. Diese Trennung verhindert, dass Tagesgeschäft und Investmententscheidungen vermischt werden, und schafft klare Rechenschaftspflichten auf jeder Ebene. Das zweite Prinzip ist die Entnahmedisziplin: Ein jährlicher Entnahmerahmen von rund 3 % des Fondsvermögens für operative Zwecke, orientiert an der erwarteten Realrendite, stellt sicher, dass das Kapital real nicht schrumpft, sofern die langfristige Marktrendite oberhalb dieser Größenordnung liegt. Körperschaften, die nach dieser Logik wirtschaften, bauen kein Kapital ab, sondern erhalten es über Generationen. Das dritte Prinzip ist das ESG-Rahmenwerk als Risikoarchitektur: als strukturiertes Instrument zur Reduktion von Reputations-, Regulierungs- und Systemrisiken im Portfolio, in seiner Funktion weit über eine bloße Compliance-Übung hinaus. Eine öffentlich dokumentierte Ausschlussliste mit transparenten Kriterien stärkt die Legitimität der Institution gegenüber Mitgliedern, Stakeholdern und der Öffentlichkeit auf eine Weise, die ein internes Risikodokument allein nicht leisten kann.

Je nach Rechtsform gelten unterschiedliche Anforderungen: Solvency II für Versicherungen, IORP II für Pensionskassen, gemeinnützigkeitsrechtliche Anlagevorschriften für Stiftungen. Was hier beschrieben wird, ist die Logik, keine Rechtsberatung.

Prinzip	Kernaussage	GPFG-Äquivalent	Transferierbarkeit
Governance-Dreischicht	Mandatgeber / Richtliniengeber / Umsetzer strukturell getrennt	Parlament → Finanzministerium → NBIM	Direkt: für institutionelle Anleger
Entnahmedisziplin	Max. 3 % p.a. des Fondsvermögens für operative Zwecke	Handlingsregel 3 %	Direkt: Stiftungen, Wohlfahrtsfonds
ESG als Risikoarchitektur	Ausschlussliste + Engagement + ethische Grundprinzipien	NBIM-Ausschluss- und Beobachtungsliste	Adaptierbar, eigene Kriterien nötig

Produktumsetzung in der Praxis

Die folgenden Ausführungen beschreiben die Umsetzung auf Asset-Klassen-Ebene: welche Kategorien das GPFG-Modell für Privatanleger abbildet und wie diese strukturiert werden können.

Das Modell braucht nicht viele Bausteine. Es braucht die richtigen.

Das Minimal-Portfolio (zwei ETFs)

Komponente	Kategorie	GPFG- Entsprechung	Gewicht
Globale Aktien	ETF auf MSCI ACWI oder FTSE All World	Aktienportfolio 7.201 Unternehmen in 68 Ländern	60–80 %
Globale Anleihen (IG)	ETF auf globale Staatsanleihen oder Global Aggregate	Anleihenportfolio Bloomberg Aggregate	20–40 %

Zwei ETFs sind ausreichend. Das GPFG-Ergebnis der vergangenen 28 Jahre belegt, was diese Grundstruktur leisten kann: ~6,6 % p.a. mit einer Strategie, die genau das abbildet. Der GPFG selbst hält 70 % Aktien als strategischen Anker; für private Anleger ist eine Bandbreite von 60–80 % sinnvoll, abhängig von Zeithorizont und individueller Risikotragfähigkeit. Im Umfeld hoher Bewertungen und erhöhter Marktvolatilität (wie 2026) kann eine konservativere Startallokation von 60–65 % sachlich begründbar sein.

Das Standard-Portfolio (drei ETFs)

Wer Schwellenländer explizit abbilden möchte und einen MSCI World-ETF als Kernbaustein bevorzugt, kann mit drei Bausteinen arbeiten:

Komponente	Kategorie	Gewicht
Globale Aktien Industrieländer	MSCI World ETF	50–60 %
Schwellenländer-Aktien	MSCI Emerging Markets ETF	10–15 %
Globale Anleihen (IG)	Global Aggregate Bond ETF	25–30 %

Was man nicht braucht

Einzelaktien konzentrieren Risiko, ohne dafür nachweislich höhere Renditen zu liefern. Hendrik Bessembinder zeigte in seiner Studie *Do Stocks Outperform Treasury Bills?* (Journal of Financial Economics, Vol. 129, Nr. 3, September 2018, S. 440–457) anhand von rund 26.000 US-Aktien über den Zeitraum 1926–2016: Etwa 58 % aller Aktien underperformten über ihre Lebensdauer US-Staatsanleihen. Die gesamte Lifetime-Wealth-Creation des US-Aktienmarkts konzentrierte sich auf nur rund 4 % der Aktien. Die Folgestudie Bessembinder, Chen, Choi und Wei *Long-term shareholder returns: Evidence from 64,000 global stocks* (Journal of Financial Economics, Vol. 149, Nr. 3, September 2023, S. 426–448) erweiterte die Analyse auf 64.000 Titel aus 42 Ländern mit identischem Muster: Ein Großteil der Aktien schlug Treasuries nicht; die globale Aktien-Überrendite konzentriert sich auf eine schmale Minderheit von Ausnahmetiteln, die im Vorfeld nicht systematisch identifizierbar sind. Bessembinders Befund ist kein Argument gegen Aktien, sondern für maximale Breite.

Aktive Fonds können im Einzelfall outperformen. Im Durchschnitt, nach Kosten und über lange Zeiträume, tun sie es nicht. SPIVA-Studien zeigen konsistent, dass über 80 % aktiver Fonds ihren Vergleichsindex über zehn Jahre nicht schlagen. Was der Kostenvergleich im folgenden Abschnitt in absoluten Zahlen zeigt, macht die Tragweite dieser Differenz deutlich.

Themen-ETFs (Wasserstoff, KI, Saubere Energie, Megatrends) sind in der Regel teurer, konzentrierter und zeitlich schlechter positioniert als ein global diversifizierter Breit-ETF. Wer am Ende der Megatrend-Welle kauft, zahlt den Einstiegspreis der Begeisterung, nicht den Einstandspreis der Gelegenheit. Der GPFG setzt keine Sektor-Wetten. Das ist kein Zufall.

Der Zinseszins der Kosten

Es gibt eine Zahl im Investieren, die kontraintuitiv ist: Der Unterschied zwischen 4,5 % und 5,85 % Nettorendite klingt nach Kleingeld. Über 30 Jahre ist er ein zweites Vermögen.

Ausgangssituation: EUR 500.000 Einmalinvestment, 30 Jahre Anlagehorizont, 6,0 % Bruttorendite p.a.

Kostenstruktur	TER	Nettorendite	Endvermögen	Differenz
ETF (GPFG-Annäherung)	0,15 %	5,85 %	~EUR 2.754.000	Referenz
Aktiver Fonds institutionell	0,75 %	5,25 %	~EUR 2.320.000	-EUR 434.000
Aktiver Fonds Retail	1,50 %	4,50 %	~EUR 1.873.000	-EUR 881.000
PE / Alternative (2 %+Carry)	3,00 %	3,00 %	~EUR 1.214.000	-EUR 1.540.000

Zwischen der günstigsten und der teuersten Variante liegt eine Differenz von EUR 1.540.000. Die Bruttorendite war in allen vier Szenarien identisch. Der Unterschied entsteht ausschließlich durch Kosten, die jedes Jahr sicher entnommen werden, unabhängig davon, ob der Markt steigt oder fällt.

Bei EUR 1 Mio. Ausgangsvermögen verdoppeln sich diese Beträge. Der Unterschied zwischen ETF und aktivem Retail-Fonds liegt dann bei rund EUR 1,76 Mio. über 30 Jahre.

Ein häufiges Gegenargument: Der aktive Fonds liefert doch höhere Rendite. Im Einzeljahr, manchmal. Aber SPIVA zeigt: Über zehn Jahre schlägt ein typisch aktiv gemanagter Aktienfonds seinen Vergleichsindex nach Kosten zu über 80 % nicht. Das Risiko, den schlechteren aktiven Manager zu wählen, ist real. Das Risiko, einen günstigen ETF zu kaufen, ist es nicht: Kosten werden immer entnommen.

Der GPFG wirtschaftet nicht deshalb mit Managementkosten von 0,04 %, weil er genügsam ist. Er wirtschaftet so, weil dieser Vorteil auf langen Horizonten größer ist als jede Stockpicking-Prämie.

Die entscheidende Variable: Volatilitätstoleranz

Ein Anlagemodell mit 70 % Aktienquote erzeugt zwangsläufig erhebliche Wertschwankungen. Diese Wertschwankungen sind die strukturelle Bedingung der Rendite: Höhere langfristige Erträge lassen sich nur erzielen, wenn kurzfristige Verluste ausgehalten werden. Die relevante Frage ist daher nicht, ob Volatilität eintritt. Sie tritt ein. Die relevante Frage ist, ob das institutionelle oder persönliche Regelwerk im Moment des Verlustes trägt.

Der GPFG hat zwischen 1998 und 2025 eine Durchschnittsrendite von ~6,6 % p.a. erzielt. Diese Zahl ist das kumulierte Ergebnis von Jahren, in denen der Fonds erhebliche Verluste ausgewiesen hat und die Strategie gleichwohl unverändert fortgeführt wurde.

Krise	GPFG-Verlust	Erholung	Was ein Ausstieg bedeutete
Dotcom 2002	-4,7 % (Aktienquote 2002: 40 %)	+12,6 % (2003)	Drei anschließende Erholungsjahre verpasst
Finanzkrise 2008	-23,3 %	+25,6 % (2009)	Den stärksten Einzeljahrgang der Dekade verpasst
Europäische Schuldenkrise 2011	-2,5 %	+13,4 % (2012)	Ausstieg bei moderatem Rückgang ohne Erholungsteilnahme
COVID-Schock 2020	-3,4 % (H1)	+10,9 % (Jahresende)	Vollständige Erholung noch im selben Kalenderjahr
Inflationsschock 2022	-14,1 %	+16,1 % (2023)	Vollständige Erholung im unmittelbaren Folgejahr

In keinem dieser Fälle führte der Einbruch zu dauerhaftem Kapitalverlust, sofern die Strategie nicht aufgegeben wurde. In jedem Fall überstieg die Erholungsrendite den vorangegangenen Verlust. Was im Nachhinein wie eine systematische Gesetzmäßigkeit erscheint, war in Echtzeit eine institutionelle Leistung, keine individuelle.

Das Jahr 2008 illustriert den entscheidenden Mechanismus. NBIM hat einen Jahresverlust von rund EUR 67 Mrd. zu verzeichnen gehabt, einen parlamentarisch rechenschaftspflichtigen, in der Öffentlichkeit dokumentierten Rückgang in einem Jahr, in dem das Vertrauen der internationalen Kapitalmärkte kollabiert ist. Der Fonds hat die Strategie nicht geändert. Das war möglich, weil die institutionelle Architektur des GPFG genau für diesen Moment konstruiert ist: Die Fiskalregel macht einen strategischen Kurswechsel unter Marktdruck politisch nahezu unvertretbar, die Governance-Struktur verhindert Einzelentscheidungen außerhalb des definierten Mandatsprozesses, und das generationenübergreifende Zeithorizont-Mandat schützt die operative Ebene vor der kurzfristigen Logik fallender Kurse.

Für private und unternehmerische Investor:innen besteht dieser institutionelle Rahmen nicht. Die strukturelle Herausforderung liegt in der Abwesenheit der Mechanismen, die beim GPFG institutionell erzwingen, was für private Anleger eine bewusste Entscheidung erfordert. Die Produktauswahl ist in diesem Kontext sekundär. Ein privates Portfolio hat keine Fiskalregel, keine parlamentarische Kontrolle und kein institutionelles Regelwerk, das impulsgetriebene Entscheidungen in Stressphasen strukturell verhindert. Diese Lücke lässt sich nicht durch die Wahl einer bestimmten ETF-Kombination schließen. Sie lässt sich durch eine persönliche Disziplinarchitektur schließen, die errichtet werden muss, bevor sie gebraucht wird.

Drei bis sechs Monatsbeiträge an laufenden Fixkosten auf einem separaten, nicht investierten Konto bilden den ersten Baustein dieser Architektur. Dieser Liquiditätspuffer entkoppelt das Portfolio von kurzfristigen Liquiditätsanforderungen. Wer ihn besitzt, ist in Abschwungphasen strukturell nicht gezwungen, auf das investierte Kapital zurückzugreifen. Wer ihn nicht besitzt, ist es unter Umständen, unabhängig von Marktbewertung, Anlagehorizont oder langfristiger Überzeugung.

Der zweite Baustein ist der Automatismus. Ein Sparplan, der ohne monatliche Einzelentscheidung ausgeführt wird, eliminiert den Hauptfehlerkanal beim

Langfristinvestieren. In Abschwungphasen werden Anteile zu niedrigeren Kursen erworben als in Aufschwungphasen; die antizyklische Wirkung entsteht als mechanische Konsequenz der Regelmäßigkeit, ohne aktive Entscheidung.

Der dritte Baustein ist die bewusste Begrenzung des reaktiven Informationsflusses. Für einen Investor mit einem Zeithorizont von zehn Jahren und mehr enthält die tägliche Marktberichterstattung keine entscheidungsrelevante Information. Sie erzeugt Stimuli, und Stimuli erzeugen Reaktionen. Reaktionen sind beim Langfristinvestieren strukturell ein Kostenfaktor, kein Performancetreiber. Die Governance-Architektur des GPFG schützt NBIM durch institutionelle Regeln vor dieser Dynamik. Das private Äquivalent ist die bewusste Reduktion von Kontaktpunkten mit kurzfristiger Marktinformation.

Das GPFG-Modell ist technisch replizierbar, konzeptionell klar und in der Grundstruktur ab jedem Anlagevolumen umsetzbar. Die entscheidende Variable ist nicht die Produktauswahl. Sie ist die Fähigkeit, an einer einmal getroffenen Entscheidung festzuhalten, wenn alle kurzfristigen Signale dagegensprechen. Diese Fähigkeit entsteht nicht spontan im Moment der Krise. Sie ist das Ergebnis einer Vorbereitung, die in ruhigen Marktphasen stattfindet.

Kapitalzusammensetzung

Abbildung 3: Woher stammt das GPFG-Vermögen? Nur 25 % sind Einzahlungen, 63 % sind kumulierte Kapitalerträge. Quelle: NBIM Annual Report 2025.

QUELLEN

- Norges Bank Investment Management (NBIM): Annual Report 2025. Oslo.
- NBIM: Portfolio Holdings per 31.12.2025. Oslo.
- NBIM: Benchmark Index Construction Methodology. Web Publication, nbim.no/en/the-fund/the-benchmark-index/.
- Bessembinder, H.: Do Stocks Outperform Treasury Bills? *Journal of Financial Economics*, Vol. 129 (3), 2018, S. 440–457.

- Bessembinder, H.; Chen, T.-F.; Choi, G.; Wei, K.-C. J.: Long-Term Shareholder Returns – Evidence from 64.000 Global Stocks. Working Paper, 2023.
 - S&P Dow Jones Indices: SPIVA U.S. Scorecard Year-End 2024. New York: S&P Global, 2025.
 - Bomsdorf, C.: So werden Sie reich wie Norwegen. Frankfurt: Campus Verlag, 2018 (Neuaufgabe 2020).
 - Handelsblatt: NBIM-Strategiepositionierung, 04.05.2026.
-

Ergebnisse und Leistungsprofil

Über zwei Jahrzehnte hat der GPFG eine durchschnittliche Realrendite erreicht, die ihn in der Spitzengruppe globaler institutioneller Investoren positioniert, ohne dabei aggressive Risiken einzugehen. Dieses Kapitel dokumentiert die langfristige Performance des Fonds, die Renditen pro Asset-Klasse und die Krisenresilienz in kritischen Marktphasen wie 2008, 2020 und 2022. Es ordnet die Ergebnisse in den internationalen Vergleich ein und arbeitet heraus, welche Anteile der Performance auf Strategie, Allokation, Markt-Beta und Disziplin entfallen.

Die vorangehenden Kapitel haben beschrieben, wie das Investmentmodell strukturell aufgebaut ist; dieses Kapitel dokumentiert, was es seit Auflegung geleistet hat. Fünf Dimensionen werden analysiert: die Vermögensentwicklung von NOK 2 Milliarden bei der ersten Einzahlung 1996 auf EUR 1,8 Billionen per Ende 2025, die annualisierte Nominalrendite von 6,64 % nach Kosten seit 1998, das Krisenverhalten in fünf Marktstressphasen von der Dotcom-Krise bis zum Inflationsschock 2022, die Kapitalzusammensetzung nach Einzahlungen und thesaurierten Erträgen sowie die Wachstumslogik eines Perpetual-Capital-Vehikels, dessen Investmenterträge die Neueinzahlungen aus Ölüberschüssen heute um ein Vielfaches übersteigen. Dreißig Jahre gleichförmiger Disziplin erklären dieses Ergebnis präziser als jede andere Variable.

Das vorangehende Kapitel hat beschrieben, wie das Investmentmodell strukturell aufgebaut ist. Dieser Abschnitt dokumentiert, was es seit Auflegung geleistet hat. Die Analyse umfasst fünf Dimensionen: Vermögensentwicklung, Rendite- und Kostenprofil, Krisenresistenz, Kapitalzusammensetzung und langfristige Wachstumslogik.

1. Fondsvermögen: Von zwei Milliarden zu 1.800 Milliarden

Der GPFG startete 1996 mit einer ersten Einzahlung von zwei Mrd. NOK (~0,2 Mrd. EUR). Das entspricht, auf heutige Verhältnisse umgerechnet, dem Volumen eines mittelgroßen österreichischen Fonds. Per 31.12.2025 verwaltet der GPFG 21.268 Mrd. NOK, rund EUR 1.800 Mrd. Die folgende Tabelle dokumentiert nicht nur die Wachstumskurve, sondern die institutionellen Wendepunkte auf dem Weg dorthin.

Zeitpunkt	Fondsvermögen (NOK Mrd.)	EUR ca.	Kontext
1996 (erste Einzahlung)	2	~0,2 Mrd.	Startschuss mit Ölüberschüssen
1998 (erste Aktieninvestments)	~171	~20 Mrd.	Aktienquote auf 40 % festgelegt · erstmals Equity-Allokation
2001 (Handlingsregel)	614	~65 Mrd.	4 %-Fiskalregel eingeführt (Handlingsregel)
2007 (Aktienquoten- Revision)	~2.019	~255 Mrd.	Storting erhöht Aktienquote auf 60 %
2008 (Jahresende)	2.275	~290 Mrd.	Trotz -23,3 % Verlust: hohe Öldeposits (Ölpreis ~\$100) halten Fondsvermögen stabil
2012 (Nachkrisenniveau)	3.816	~490 Mrd.	Vollständige Erholung nach 2008
2017 (Mork- Kommission + USD- Billion-Meilenstein)	8.488	~900 Mrd.	Aktienquote auf 70 % erhöht · Fiskalregel auf 3 % revidiert · weltweit erste Billion für einen Staatsfonds
2023 (NOK 15- Billion-Meilenstein)	15.765	~1.380 Mrd.	Technologieboom treibt Aktienportfolio
2024 (Jahresende)	19.737	~1.650 Mrd.	Höchster absoluter Wertzuwachs der Fondsgeschichte
2025 (per 31.12.)	21.268	~1.800 Mrd.	Aktueller Stand

Beide institutionellen Regelwerke wurden durch die Mork-Kommission (NOU 2016:20, parlamentarische Umsetzung 2017) gemeinsam überarbeitet: Aktienquote von 60 % auf 70 % erhöht, erwarteter Realertrag (Fiskalregel) von 4 % auf 3 %

revidiert. Die in diesem Whitepaper verwendete Entnahmeregulierung von 3 % und die Aktienquoten-Historie beziehen sich auf den jeweils gültigen Stand.

In jedem dieser Jahre, auch in den Krisenjahren, wurden Einzahlungen fortgesetzt und die Entnahmeregulierung eingehalten. Die Wachstumskurve ist kein Selbstläufer. Sie ist das Ergebnis von dreißig Jahren gleichförmiger Disziplin.

2. Rendite- und Kostenprofil: Historische Wertentwicklung seit 1998

Seit Fondsstart 1998 hat der GPFG eine annualisierte Nominalrendite von 6,64 % pro Jahr erwirtschaftet, nach Inflation 4,3 % real. Die folgende Übersicht ordnet diese Kennzahlen ein.

Kennzahl	Wert	Einordnung
Ø p.a. nominal (seit 1998)	6,64 %	Annualisiert; Quelle: NBIM Annual Report 2025
Ø p.a. real (nach Inflation)	~4,3 %	Nach norwegischer Inflation ~2,2 % p.a. geometrisch (1998–2025); siehe Methodik-Kasten
Aktives Alpha vs. Benchmark	+0,24 Pp. p.a.	Langfristig; 2025 Einzeljahr: -0,28 Pp. (Jahresrendite +15,1 % vs. Benchmark +15,4 %)
Jahresrendite 2025	+15,1 %	Zweithöchste Rendite in Kronenwerten; NOK 2.362 Mrd. Zuwachs
Bestes Jahr	2009: +25,6 %	Erholung nach globaler Finanzkrise
Zweitbestes Jahr (in %)	2019: +19,9 %	Nach Erhöhung der Aktienquote auf 70 %
Schlechtestes Jahr	2008: -23,3 %	Globale Finanzkrise
Anteil positiver Jahre	~79 %	22 von 28 Jahren im Plus (1998–2025)

Datenstand: 31.12.2025; Quelle: NBIM Annual Report 2025.

Zur Veranschaulichung des Aufzinsungseffekts: EUR 1 Mrd., zu Fondsstart 1998 investiert, ist bei 6,64 % p.a. auf rund EUR 5,7 Mrd. angewachsen. Das entspricht nach 27 Jahren einem Faktor 5,7. Bei 4,3 % real verdoppelt sich die reale Kaufkraft alle rund 17 Jahre.

Die ausgewiesenen Renditen sind nach Verwaltungskosten berechnet. Der GPFG wirtschaftet mit Managementkosten von rund 0,04 % p.a. (exakt: 3,3 Basispunkte exkl. Performance Fees, 3,9 Basispunkte inkl.; Quelle: NBIM Annual Report 2025). Der Begriff TER wäre hier unpräzise: NBIM berichtet Managementkosten in Basispunkten, kein TER im UCITS-Sinn. Fast die gesamte Bruttorendite kommt beim Fonds an. Ein aktiv verwalteter Vergleichsfonds mit 1,5 % TER erzielt bei identischer Bruttoperformance über denselben Zeitraum eine erheblich geringere Nettorendite. Rendite-Vergleiche zwischen aktiv und passiv verwalteten Vehikeln sind daher nur unter expliziter Berücksichtigung der Kostendifferenz valide.

Diese Kostenstruktur markiert den wesentlichen Unterschied zwischen zwei grundlegenden Investmentphilosophien im globalen Staatsfonds-Universum: Beta-Könige wie der GPFG oder der japanische GPIF (~\$1,5 Billionen) definieren ihren Mehrwert über marktweite Effizienz, minimale Kostenbelastung und konsequente Strategiebindung. Alpha-Jäger wie ADIA (Abu Dhabi) oder Mubadala (UAE) setzen dagegen auf illiquide Anlageklassen, aktive Managementansätze und gezielte Überrenditen aus Direktbeteiligungen. Beide Modelle sind rational: sie verfolgen unterschiedliche Ziele mit unterschiedlichen Mitteln. Der GPFG hat sich bewusst für den Beta-König-Ansatz entschieden und diesen auf einem Volumen von EUR 1.800 Mrd. konsequent umgesetzt.

Ergänzend ist zu vermerken, dass der GPFG als staatliche Institution keiner norwegischen Kapitalertragsteuer unterliegt. Ausländische Quellensteuern auf Dividenden werden über Doppelbesteuerungsabkommen weitgehend reduziert. Die ausgewiesene Nettorendite ist damit nicht durch einen inländischen Steuerabzug belastet, was sie von Ergebnissen privater Investoren strukturell unterscheidet.

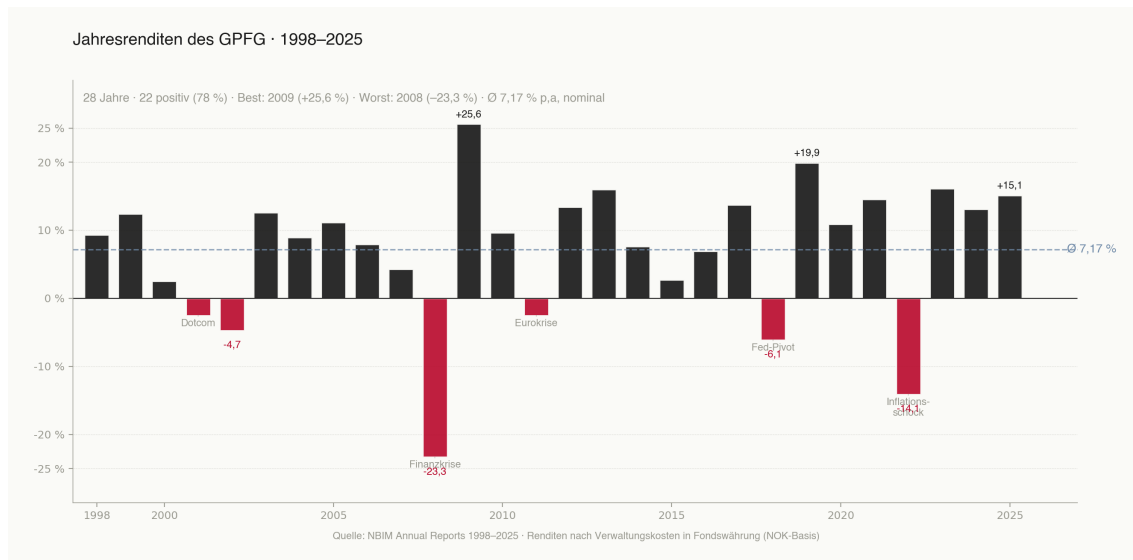


Abb. 15 · Jahresrenditen des GPFG 1998–2025

Daten: NBIM Annual Reports 1998–2025

Die Grafik macht das strategische Kernmerkmal der Langfristanlage visuell greifbar: Nicht die Höhe einzelner Jahresrenditen entscheidet über den Kapitalerhalt einer Generation, sondern die Konsistenz, mit der Verluste verarbeitet und Erholungen mitgenommen werden. Sechs der achtundzwanzig Jahre weisen eine negative Rendite aus, fünf davon korrespondieren mit benennbaren globalen Marktereignissen (Dotcom 2001/02, Finanzkrise 2008, Eurokrise 2011, Fed-Zinswende 2018, Inflationsschock 2022). In keinem dieser Jahre wurde die Aktienquote reaktiv reduziert. Genau diese institutionelle Bindung an die Strategie unter Marktdruck ist der strukturelle Unterschied zwischen einem Privatanleger-Portfolio und einem mandatsgesteuerten Generationenfonds. Die Erholungsmuster sind eindeutig: 2008 (-23,3 %) wurde 2009 (+25,6 %) überkompensiert, der Inflationsschock 2022 (-14,1 %) bereits 2023 (+16,1 %) zurückerobert. Wer in solchen Phasen verkauft, realisiert den temporären Bewertungsverlust dauerhaft, während die Strategiebindung ihn als Buchverlust verarbeitet und über das Folgejahr neutralisiert.

Vollständige Rendite-Zeitreihe 1998–2025

Jahr	Rendite	Bemerkung
1998	+9,3 %	
1999	+12,4 %	
2000	+2,5 %	
2001	-2,5 %	Dotcom-Crash
2002	-4,7 %	Dotcom-Nachwehen
2003	+12,6 %	
2004	+8,9 %	
2005	+11,1 %	
2006	+7,9 %	
2007	+4,3 %	
2008	-23,3 %	Schlechtestes Jahr (Globale Finanzkrise)
2009	+25,6 %	Bestes Jahr (Erholung nach Finanzkrise)
2010	+9,6 %	
2011	-2,5 %	Europäische Schuldenkrise
2012	+13,4 %	
2013	+16,0 %	
2014	+7,6 %	
2015	+2,7 %	
2016	+6,9 %	
2017	+13,7 %	
2018	-6,1 %	

2019	+19,9 %	Zweitbestes Jahr (in %)
2020	+10,9 %	
2021	+14,5 %	
2022	-14,1 %	Inflationsschock
2023	+16,1 %	
2024	+13,1 %	
2025	+15,1 %	Quelle: NBIM Annual Report 2025 (finalisiert)

Quelle: NBIM Annual Reports; Renditen nach Verwaltungskosten, in Fondswährung (NOK-Basis).

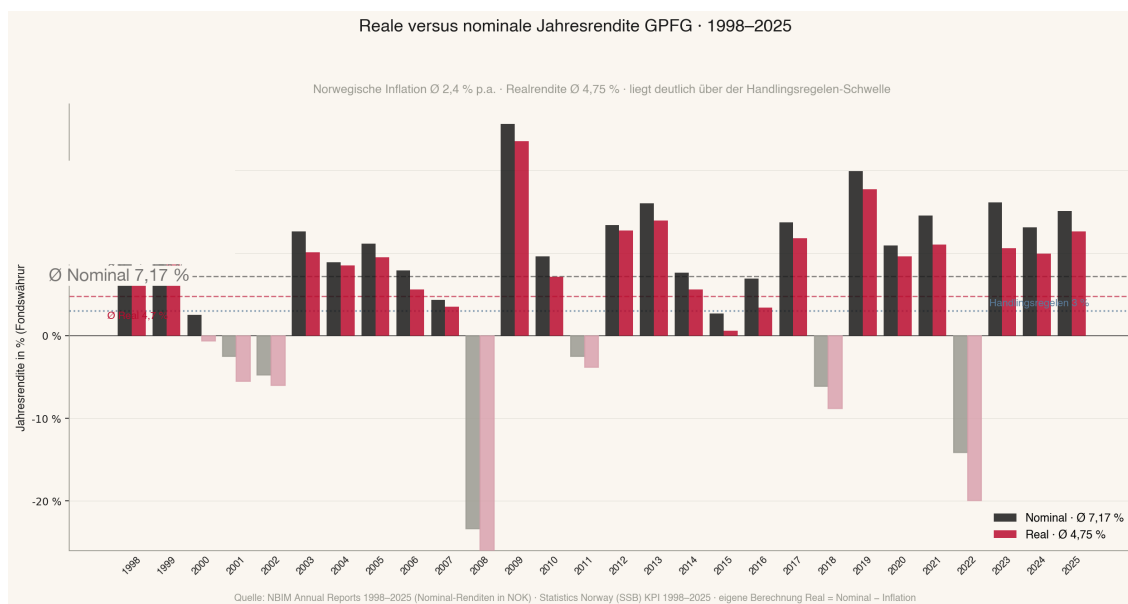


Abb. 16 · Nominale und reale Rendite im Vergleich 1998–2025

Daten: NBIM Annual Reports 1998–2025, Statistics Norway · eigene Berechnung

Die Gegenüberstellung von nominaler und realer Rendite verdeutlicht, weshalb die fiskalische Entnahmekquote bei rund 3 % als Leitgröße etabliert wurde. Über den 28-jährigen Beobachtungszeitraum lag die norwegische Inflation bei rund 2,2 % p.a. geometrisch beziehungsweise rund 2,4 % im arithmetischen Mittel (siehe Methodik-Kasten · Statistics Norway 2025); das arithmetische Mittel der nominalen

Fondsrendite (7,17 %) reduziert sich damit auf eine reale Wertsteigerung von etwa 4,75 %. Wichtig zur Einordnung: Die in dieser Studie ebenfalls genannte Kennzahl von 6,64 % p.a. ist die geometrisch annualisierte Nominalrendite seit 1998, die für Compound-Berechnungen heranzuziehen ist; die 7,17 % beziehen sich auf den arithmetischen Durchschnitt der Jahresrenditen. Dieser Realrenditen-Puffer von rund 1,75 Prozentpunkten über der Entnahmeregel ist die mathematische Grundlage dafür, dass die Substanz des Fondsvermögens über Generationen erhalten bleiben kann, auch wenn der norwegische Staat das volle 3-%-Budget jährlich abrufen. Eine reine Betrachtung der nominalen Performance würde die Tragfähigkeit der Fiskalregel überschätzen, eine reine Realbetrachtung würde die Volatilität unter den Tisch fallen lassen, die in den Verlustjahren 2002, 2008, 2018 und insbesondere 2022 spürbar wurde.

3. Krisenperformance: Strategiebindung unter Stressbedingungen

Langfristige Durchschnittsrenditen beschreiben das Gesamtergebnis einer Investmentstrategie, bilden jedoch die strategisch entscheidenden Testphasen nicht differenziert ab. Krisenperioden geben Aufschluss darüber, ob eine Allokationsstrategie robust konstruiert ist, ob die Governance-Architektur unter Druck standhält und ob die Entnahmeregel auch in negativen Marktphasen eingehalten wird. Die folgende Tabelle analysiert fünf wesentliche Marktstressereignisse seit Fondsstart.

Krise	Jahr(e)	Aktienquot e	GPFG Verlust	Erholungsja hr	Muster
Dotcom- Crash	2001– 2002	~40 %	~-2,5 % / -4,7 %	2003: +12,6 %	Geringe Aktiengewichtung dämpfte den Verlust
Globale Finanzkrise	2008	~40–50 % (Übergang)	-23,3 %	2009: +25,6 %	Schärfster Einzeljahres- verlust der Fondsgeschichte
Europäische Schuldenkri- se	2011	~60 %	-2,5 %	2012: +13,4 %	Anleihekompone- nte stabilisierte das Portfolio
COVID- Schock	H1 2020	~70 %	-3,4 % (Halbjah- r)	GJ 2020: +10,9 %	V-förmige Erholung in Rekordzeit
Inflations- schock	2022	~70 %	-14,1 %	2023: +16,1 %	Erstmals seit Jahrzehnten Aktien und Anleihen gleichzeitig im Minus

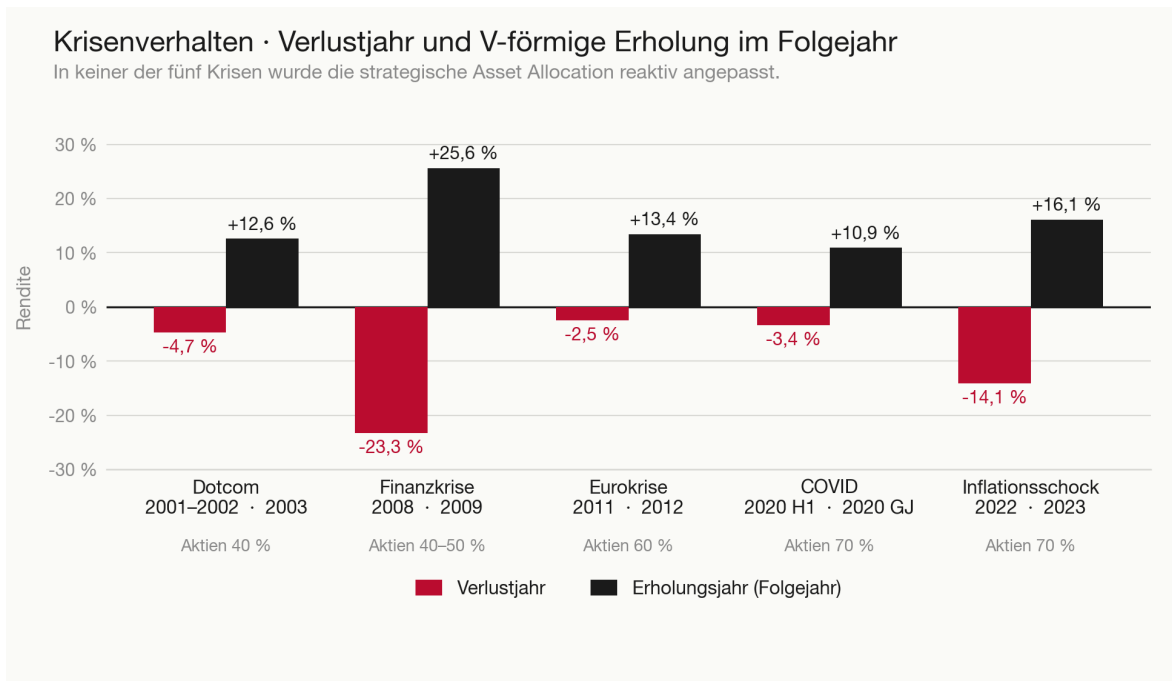


Abb. 17 · Verhalten des Fonds in fünf Krisen

Daten: NBIM Annual Reports

Die Grafik visualisiert das institutionelle Kernmerkmal des Fonds: In jedem der fünf dokumentierten Stress-Szenarien folgte einem Verlustjahr ein klar positives Erholungsjahr, das in absoluten NOK-Werten (durch Marktwertgewinne und weitere Einzahlungen) regelmäßig über dem zuvor verlorenen Volumen lag, auch wenn prozentual auf identischer Basis ein Verlust von –23,3 % rechnerisch eine Erholung von rund +30 % zur vollständigen Rückkehr benötigen würde. Diese Konsistenz ist keine Folge günstiger Marktzyklen, sondern direkter Reflex der Strategiebindung. Die strategische Aktiengewichtung wurde in keiner dieser Krisen reaktiv reduziert. Eine antizyklische Verkaufsbewegung hätte den temporären Bewertungsverlust dauerhaft realisiert und die Folgejahres-Erholung systematisch verfehlt. Die institutionelle Architektur des Fonds, in der weder das Ministerium noch NBIM einseitig die Allokation modifizieren können, ist hier nicht bürokratische Trägheit, sondern der entscheidende Verlustverhinderer.

Zur Aktienquote: Stortinget hat die strategische Aktiengewichtung dreimal angepasst: 40 % (1998–2007), 60 % (2007–2017), 70 % (seit 2017). Die Übergangsjahre sind jeweils als Interpolation der alten und neuen Quote zu verstehen.

In allen fünf betrachteten Krisenperioden erholte sich das Fondsvermögen vollständig und erreichte in den Folgejahren neue Allzeithöchststände. Diese Konsistenz ist nicht primär auf günstige Marktbedingungen zurückzuführen, sondern auf die strukturelle Entscheidung, die strategische Asset-Allokation in keiner dieser Perioden anzupassen. NBIM hat weder 2008, noch 2020, noch 2022 die Strategie modifiziert oder Positionen durch Panikverkäufe reduziert. In jedem dieser Jahre stand das Fondsmodell unter erheblichem politischen und medialen Druck. Die Governance-Architektur war darauf ausgelegt, diesen Druck institutionell abzufangen.

Das Jahr 2022 verdient gesonderte Betrachtung. Für die klassische Multi-Asset-Allokation stellte es ein systemisches Ausnahmejahr dar: Aktien und Anleihen verloren gleichzeitig und in erheblichem Ausmaß an Wert. Die Ursache war die schärfste globale Zinswende seit dem Volcker-Schock der frühen 1980er-Jahre, ausgelöst durch die post-pandemische Inflationswelle. In einem Zinsanstiegsumfeld weisen Aktien und Anleihen eine positive Korrelation auf: steigende Zinsen drücken einerseits die Anleihekurse direkt, führen andererseits über einen höheren Diskontierungssatz zu Bewertungskorrekturen bei Aktien. Dieses Korrelationsregime war von den frühen 1990er-Jahren bis 2021 nicht in dieser Ausprägung beobachtbar. Die Diversifikationswirkung des klassischen 60/40-Portfolios war damit temporär außer Kraft gesetzt. Der GPFG verzeichnete 2022 einen Verlust von -14,1 %. Die vollständige Erholung 2023 (+16,1 %) und das neue Allzeithoch 2024 belegen, dass das Modell auch dieses systemische Stressszenario absorbieren konnte.

Die Krisenperformance des GPFG ist demnach weniger das Ergebnis überlegener Timing-Entscheidungen als die Konsequenz einer konsequenten Strategiebindung: In keiner der betrachteten Perioden wurden strukturelle Anpassungen vorgenommen, die über das reguläre Rebalancing hinausgingen.

4. Kapitalzusammensetzung: Eigenfinanzierungsgrad des Fondsvermögens

Eines der charakteristischsten Merkmale des GPFG ist nicht die Höhe der erzielten Renditen, sondern die Zusammensetzung des aktuellen Fondsvermögens.

Quelle	Anteil (ca.)	Absolut (2025, ca.)
Staatliche Einzahlungen (Öleinnahmen)	~25 %	~EUR 450 Mrd.
Investmenterträge (Kursgewinne + Dividenden)	~63 %	~EUR 1.134 Mrd.
Währungseffekte (NOK vs. Fremdwährungen)	~11 %	~EUR 200 Mrd.

Rund 63 % des heutigen Fondsvermögens entfallen auf thesaurierte Investmenterträge: Kursgewinne, die reinvestiert wurden, und Dividenden, die nicht ausgeschüttet, sondern in neue Positionen angelegt wurden. Der Aufzinsungseffekt auf einem wachsenden Kapitalstock über drei Dekaden erklärt diesen hohen Eigenfinanzierungsanteil.

Damit ist das stärkste Argument gegen eine Einordnung des GPFG als reine Ressourcenrente geliefert: Norwegen verdankt dem Öl den Startimpuls, nicht das Fondsvermögen. Den weitaus größten Teil des heutigen Kapitals haben die Investmenterträge selbst erwirtschaftet. Die Ölvorkommen haben den Aufbau eines institutionellen Rahmens ermöglicht. Die Rendite dieses Rahmens ist das Produkt von Strategie und Disziplin.

Es lässt sich ein Wendepunkt bestimmen, nach dem die jährlichen Investmenterträge die jährlichen Neueinzahlungen aus Öleinnahmen erstmals überstiegen. Dieser Übergang vollzog sich schätzungsweise erstmals um 2009 und ist ab ca. 2013 dauerhaft stabil. Ab diesem Zeitpunkt wäre ein Wachstum des Fondsvermögens auch ohne weitere staatliche Einzahlungen realisierbar gewesen.

5. Wachstumslogik: Das Perpetual-Capital-Prinzip

Das Fondsmodell ist auf Perpetual Capital ausgelegt: einen Kapitalstock, der bei Einhaltung der Entnahmeregel nominal nicht aufgezehrt werden kann. Die zugrunde liegende Arithmetik schließt unmittelbar an die in Abschnitt 1 beschriebene Fiskalregel an.

Parameter	Wert
Langfristige Renditeerwartung (real)	~4 % p.a.
Maximalentnahme (Fiskalregel, seit 2017)	3 % des Fondsvermögens
Reales Nettowachstum	~1 % p.a.
Fondsvermögen 2025	EUR 1.800 Mrd.
Prognose 2055 bei 4 % real / 3 % Entnahme	~EUR 2.400 Mrd. (real, Basis 2025)

Solange die Entnahme (3 % p.a.) unterhalb der langfristigen Realrenditeerwartung (4 % p.a.) liegt, wächst der reale Kapitalstock um circa 1 % p.a. In guten Börsenjahren fällt das Nettowachstum höher aus; in Jahren mit negativer Rendite kann die Entnahme den Kapitalstock temporär reduzieren. Der Langfristtrend über drei Dekaden zeigt konsistent nach oben.

Die Öleinnahmen spielen für dieses Wachstum keine determinierende Rolle mehr: Die jährlichen Investmenterträge übersteigen in den meisten Jahren die Neueinzahlungen aus Ölfondsüberschüssen deutlich. Der GPFG hat jene Kapitalstärke erreicht, ab der er sich selbst perpetuiert.

Im Jahr 2025 beispielsweise belief sich der Netto-Zufluss aus Petroleum-Einnahmen auf rund NOK 327 Mrd. Die Investmenterträge desselben Jahres erreichten NOK 2.362 Mrd., rund das Siebenfache.

Dies ist der strukturelle Unterschied zwischen einem kumulierten Staatsvermögen und einem kapitalgedeckten Perpetual-Capital-Vehikel: Staatsvermögen wird bei Bedarf eingesetzt und damit konsumiert. Ein Fonds mit einer Entnahmeregel

unterhalb der Realrendite wächst real weiter, solange die institutionellen Regeln eingehalten werden.

Jahresrenditen im Überblick

Abbildung 4: GPFJG Jahresrenditen in ausgewählten Jahren (1998–2025). Positive Jahre in Amber, negative in Rot. Quelle: NBIM Annual Reports.

QUELLEN

PRIMÄRQUELLEN, NBIM / GPFJG

- NBIM Annual Report 2025 – Norges Bank Investment Management · Fondsvermögen 21.268 Mrd. NOK, Jahresrendite +15,1 %, Alpha (1998–2025) +0,24 Pp., Asset Allocation 71,3 % Aktien / 26,5 % Fixed Income / 1,7 % Real Estate / 0,4 % Renewable Infrastructure · nbim.no/en/news-and-insights/reports/2025/annual-report-2025/
- NBIM Web Report 2025 – Detailansicht Renditen nach Asset-Klasse · Equities +19,29 %, Fixed Income +5,42 %, Real Estate +4,36 %, Renewable Infrastructure +18,07 %, Management-Kosten 0,04 %, Long-term Return 6,64 % nominal / 4,34 % real seit Inception 1998 · nbim.no/en/news-and-insights/reports/2025/annual-report-2025/web-report-annual-report-2025/
- NBIM Return and Risk Report 2025, Benchmark-Analyse, aktives Alpha (+0,24 Pp.), Faktor-Tilts
- NBIM: Government Pension Fund Global – Historische Rendite-Zeitreihe 1998–2025 · nbim.no/en/the-fund/return-on-the-fund/

PRIMÄRQUELLEN, FISKALREGEL & GOVERNANCE

- Norwegian Ministry of Finance: Fiscal Rule – 3 %-Entnahmeregel seit 2017 · regjeringen.no
- Mork-Kommission (2016): NOU 2016:20 – Aksjeandelen i Statens pensjonsfond utland – Revision Aktienquote 60 % → 70 %, Fiskalregel 4 % → 3 %

VERGLEICHSDATEN (BETA-KÖNIGE / ALPHA-JÄGER-KONTEXT)

- GPIF Annual Report 2024 – Government Pension Investment Fund Japan · AUM ~\$1,5 Billionen · gpif.go.jp
- Yale Investments Office: The Yale Endowment Report FY 2025 – Endowment-Wert USD 44,1 Mrd. (30.06.2025), Jahresrendite +11,1 %, 10-J-Rendite 9,4 % p.a. ·

investments.yale.edu · news.yale.edu/2025/10/24/yale-reports-investment-return-fiscal-2025

- ADIA Annual Review 2024 – Abu Dhabi Investment Authority · adia.ae

DATEN - AGGREGATOREN

- Global SWF (globalswf.com) – AUM-Rankings, Staatsfonds-Vergleiche · Stand: April 2026
 - Visual Capitalist, The World's Largest Sovereign Wealth Funds · April 2026
 - Statistics Norway (SSB): Inflation Time Series 1998–2025. Oslo.
-

Einordnung im internationalen Vergleich

Der GPFG ist nicht der einzige Staatsfonds, aber der transparenteste und der mit der längsten dokumentierten Performance-Historie. Dieses Kapitel stellt das norwegische Modell neben die wichtigsten institutionellen Vergleichsgrößen: das Yale-Endowment-Modell, den kanadischen CPP, den Singapurere Temasek-Fonds und die Sovereign Wealth Funds der Golfregion. Sichtbar werden drei Achsen der Differenzierung: Eigentümerstruktur, Aktivitätsgrad und Zeithorizont. Die Vergleichsmatrix zeigt, welches Modell für welche Zielsetzung trägt.

Die vorangehenden Kapitel haben das GPFG-Modell aus der Innenperspektive beschrieben; dieses Kapitel ergänzt die Außenperspektive entlang drei Vergleichsachsen. Zunächst wird der Fonds innerhalb einer Taxonomie von acht internationalen Systemtypen verortet, von passiv-marktbreiten Staatsfonds über renditeorientierte Alpha-Jäger bis zu beitragsfinanzierten Umlagesystemen. Anschließend werden universitäre Stiftungsfonds wie Yale als institutionelle Kontrastfolie analysiert, und ein eigens entwickeltes Resilienz-Framework auf Basis der zehn WEF-Langfristrisiken ordnet das Modell systemisch ein: Der GPFG erreicht dabei mit einem Score von 23 von 30 Punkten die Spitzengruppe, während das österreichische Umlagesystem bei 11 von 30 Punkten liegt. Die sachgemäße Vergleichsfrage lautet nicht, welches Modell historisch mehr Rendite erwirtschaftet hat, sondern welches Modell bei diesem Kapitalvolumen und unter dem Transparenzmandat des norwegischen Parlaments überhaupt realisierbar wäre.

Die vorangehenden Kapitel haben das GPFG-Modell aus der Innenperspektive beschrieben: Entstehungskontext, Investmentstrategie, Governance-Architektur, ESG-Rahmen und Leistungsprofil. Dieser Abschnitt ergänzt die Außenperspektive. Drei Vergleichsachsen strukturieren die Einordnung: die internationale Peer-Gruppe der großen Staatsfonds, universitäre Stiftungsfonds mit einem grundlegend anderen Investmentansatz und eine systemische Risikoeinordnung über das Langfristrisiko-Framework des World Economic Forums.

1. Institutionelle Großanleger im internationalen Überblick

Staatsfonds, Pensionsfonds, universitäre Stiftungen und kapitalgedeckte Rentensysteme verwalten weltweit zusammen ein Vermögen von mehr als 30 Billionen USD. Zwischen diesen Institutionen bestehen fundamentale Unterschiede in Mandat, Investmentstil und Governance-Architektur. Eine sachgerechte Einordnung des GPFG erfordert eine Klassifikation der relevanten Systemtypen: Rendite- und Kostenkennzahlen verschiedener Klassen sind nur unter Berücksichtigung ihrer jeweiligen strukturellen Nebenbedingungen vergleichbar.

Systemtyp	Primärziel	Investmentstil	Kapitaldeckung	Typische Transparenz
Passiv- marktbreite Staatsfonds · Beta-Könige (GPIF, GPIF)	Intergenerationaler Vermögenserhalt	Breit diversifiziert, passiver Kern, regelbasiert	Vollständig	Hoch bis sehr hoch
Renditeorientierte Staatsfonds · Alpha-Jäger (ADIA, Mubadala)	Maximale Fondsrendite mit staatlichem Mandat	Aktiv, hoher Alternatives-Anteil	Vollständig	Gering bis mittel
Universitäre Stiftungsfonds · Die Ewigen (Yale, Harvard, Stanford)	Laufende Ausschüttungen für den Universitätsbetrieb	Illiquide Alternatives, aktiv alpha-orientiert	Vollständig	Beschränkt
Direkt- investierende Staatsfonds · Baumeister (CPPIB, Temasek)	Strategische Beteiligungen und Infrastruktur	Direktinvestments, teils geopolitisch gesteuert	Vollständig	Mittel
Individuelle Lifecycle- Systeme · Lebensplaner (AP-Fonds Schweden, 401k USA)	Altersvorsorge über individuelle Konten	Dynamisch, lebenszyklus- basiert	Vollständig	Mittel
Kollektiv- kapitalgedeckte Systeme · Systemer neuerer (ABP NL, NEST UK, KiwiSaver NZ; ergänzend: AT Pensions-	Kollektive Versorgungssicherheit	Gemischt, Liability-Matching, ESG-Fokus	Vollständig	Mittel bis hoch

kassen, DE Versorgungswerke)				
Beitragsfinanzierte Umlagesysteme · Garantie-Hüter (AT ASVG, DE GRV)	Laufende Rentenfinanzierung aus Beiträgen	Kein Investmentmandat (kein Kapitalstock)	Keine	Hoch (staatlich reguliert)
Staatlich-geleitete Investitionsfonds · Staatsdirigenten (CIC China, KIA Kuwait)	Geopolitische und entwicklungs-politische Ziele	Strategisch-direktiv, wenig regelbasiert	Vollständig	Sehr gering

Der GPFG ist dem ersten Systemtyp zuzuordnen: ein passiv geprägter, intergenerationaler Staatsfonds, dessen Auftrag nicht die Maximierung laufender Ausschüttungen ist, sondern der reale Vermögenserhalt über Generationen. Per 31.12.2025 verwaltet er mit EUR 1.800 Mrd. das größte Fondsvermögen aller Institutionen dieser Klasse weltweit.

Diese Größe hat unmittelbare Konsequenzen für die Investmentstrategie. Aktive Managementansätze, die bei kleineren Fonds systematische Überrenditen generieren, stoßen bei diesem Kapitalvolumen an strukturelle Grenzen: Ein Fonds, der rund 1,5 % aller börsennotierten Aktien weltweit hält, kann beim Versuch, den Markt zu schlagen, seine eigenen Transaktionspreise bewegen. Die Entscheidung für einen passiven, marktbreiten Ansatz folgt damit nicht aus mangelnder Ambition, sondern aus der ökonomischen Logik der Skalierungsgrenzen aktiven Managements bei Kapitalstöcken dieser Größenordnung.

2. Staatsfonds im internationalen Vergleich

Die Kategorie der Staatsfonds umfasst eine heterogene Gruppe von Institutionen mit unterschiedlichen Eigentümern, Mandaten und Investmentphilosophien. Den größten

Fonds ist gemeinsam, dass ihr Kapital ursprünglich aus nationalen Ressourcenrenten stammt. Die Verwendung dieses Kapitals folgt hingegen sehr unterschiedlichen Logiken.

Fonds	Land	AUM (ca.)	Investmentstil	Transparenz
GPFG	Norwegen	EUR 1,8 Bio.	Passiv, marktbreit, vollständige Offenlegung	Sehr hoch
ADIA	Abu Dhabi	~USD 1,0 Bio.	Gemischt, hoher Private-Equity-Anteil	Gering
GIC	Singapur	~USD 770 Mrd.	Langfristig aktiv, global diversifiziert	Mittel
KIA	Kuwait	~USD 800 Mrd.	Diversifiziert, historisch konservativ	Gering
PIF	Saudi-Arabien	~USD 1,0 Bio.	Wachsend, Vision-2030-Strategie	Gering
CIC	China	~USD 1,3 Bio.	Strategisch-geopolitisch ausgerichtet	Sehr gering
Temasek	Singapur	~USD 290 Mrd.	Direkte Beteiligungen, Asien-Fokus	Mittel

Datenstand: ca. 2024/2025; AUM-Angaben für Fonds ohne vollständige Offenlegung sind Schätzwerte auf Basis verfügbarer Quellen (SWF Institute, IFSWF).

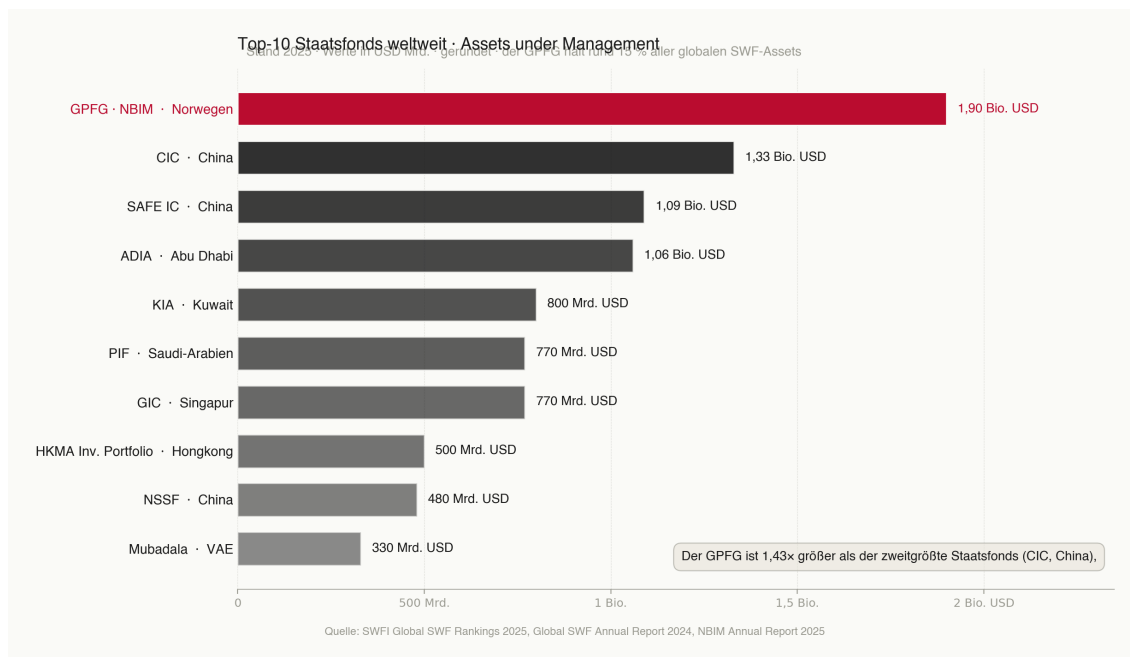


Abb. 18 · Die zehn größten Staatsfonds der Welt per April 2026

Daten: SWFI / Global SWF, April 2026

Die Grafik macht das Größenverhältnis sichtbar, das in einer reinen AUM-Tabelle optisch unterschätzt wird: Der GPFG ist nach den meisten aktuellen Rankings der größte einzelne Staatsfonds der Welt und liegt nach den verfügbaren SWFI- und Global-SWF-Daten in einer Größenordnung mit den führenden chinesischen Staatsfonds (CIC und SAFE IC). Genaue Rangfolge und absolute Volumina variieren je nach Quelle, Stichtag und Methodik der Konsolidierung der chinesischen Staatsfondsstruktur. Bei einem Anteil von rund 15 % an allen globalen Staatsfondsvermögen ist der GPFG ein systemrelevanter Akteur, dessen Allokations- und Stimmverhalten auf einzelnen Märkten messbare Preiseffekte erzeugen kann. Diese Größe verändert die strategische Optionsstruktur: Sie begünstigt eine passive, marktweite Allokation, weil aktive Konzentration in einzelnen Titeln zu Eigenpreis-Bewegung führen würde, und sie verleiht der Stimmrechtsausübung in den rund 10.900 jährlichen Hauptversammlungen (FY 2025) ein institutionelles Gewicht, das kein anderer Staatsfonds vergleichbar konsequent einsetzt.

Die Golfstaaten-Fonds (ADIA, KIA, PIF) teilen mit dem GPFG den Ursprung in Rohstoffeinnahmen, verfolgen aber grundlegend andere Mandate.

Investitionsentscheidungen spiegeln geopolitische Interessen, staatliche Entwicklungsprogramme oder die Vermögenssicherung herrschender Dynastien

wider. Vollständige Positionsoffenlegung ist mit diesen Mandaten strukturell unvereinbar.

Singapurs Institutionen (GIC und Temasek) gelten als professionell geführte Fonds mit aktivem Renditemandat. GIC verfolgt systematisch Überrenditen gegenüber einem globalen Marktportfolio; Temasek hält direkte Unternehmensbeteiligungen, darunter Standard Chartered und Singapore Airlines, und agiert damit näher an einem strategischen Investor als an einem klassischen Staatsfonds.

Chinas CIC steht stärker im Kontext staatlicher strategischer Interessen als der GPFG: Investitionsentscheidungen werden teilweise im Zusammenhang mit Technologiezugang, Rohstoffsicherung und diplomatischer Positionierung getroffen, sodass sich Rendite- und Staatsinteressen analytisch schwerer trennen lassen als bei norwegischen oder westlichen Endowment-Strukturen.

Der GPFG unterscheidet sich von allen genannten Institutionen in drei strukturellen Merkmalen: vollständige Offenlegung jeder Einzelposition, vollständige parlamentarische Kontrolle durch das Storting und ein gesetzliches Verbot geopolitischer Investitionsmandatierung. Diese Konstruktion schränkt den Handlungsspielraum des Fonds ein. Sie erzeugt im Gegenzug politische Legitimität und institutionelle Stabilität, die unabhängig von Regierungswechseln fortbesteht.

3. Universitäre Stiftungsfonds als Vergleichsmaßstab

Yale erwirtschaftete während Swensens Hochphase (1985–2008) rund 16 % p.a., über die gesamte Swensen-Ära (1985–2021) rund 13 % p.a. Die aktuelle Yale-Rendite ist deutlich niedriger: 9,4 % p.a. über die letzten zehn Jahre (FY2016–FY2025, Yale Endowment Annual Report FY 2025). Im Fiskaljahr 2025 (per 30. Juni 2025) erzielte Yale eine Rendite von 11,1 % nach Gebühren; der Endowment-Wert stieg auf USD 44,1 Milliarden. Der GPFG kommt seit Inception 1998 auf 6,64 % p.a. Diese Differenz legt die Frage nahe, ob das Modell der universitären Stiftungsfonds dem passiven Ansatz des GPFG überlegen ist. Die Frage ist legitim, lässt sich aber nur beantworten, wenn Mandat, Kapitalvolumen und strukturelle Nebenbedingungen beider Institutionen in die Betrachtung einbezogen werden.

Merkmal	Yale Endowment	GPFG
AUM (FY 2025 / 31.12.2025)	~USD 44,1 Mrd.	~USD 2,0 Bio. (≈ 45-fach)
Rendite-Ziel	~10–12 % p.a.	~6–7 % p.a.
Aktien (liquide)	~20–25 %	~71 %
Private Equity	~35–40 %	~0 %
Hedgefonds	~20–25 %	~0 %
Immobilien / Real Assets	~10–15 %	~2 %
Jahresrendite 2025	11,1 % (FY 2025, nach Gebühren)	15,1 % (Kalenderjahr 2025)
Historische Rendite (10 J.)	9,4 % p.a. (FY 2016–FY 2025)	6,64 % p.a. (1998–2025)
Outperformance Yale vs. Median College Endowment	+1,4 pp p.a. (10 J.)	–
Outperformance Yale vs. 70/30-Portfolio	+2,2 pp p.a. (10 J.)	–
Kostenstruktur	~1,5–2 % TER-Äquivalent	~0,04–0,05 % (Ø 2013–2025)

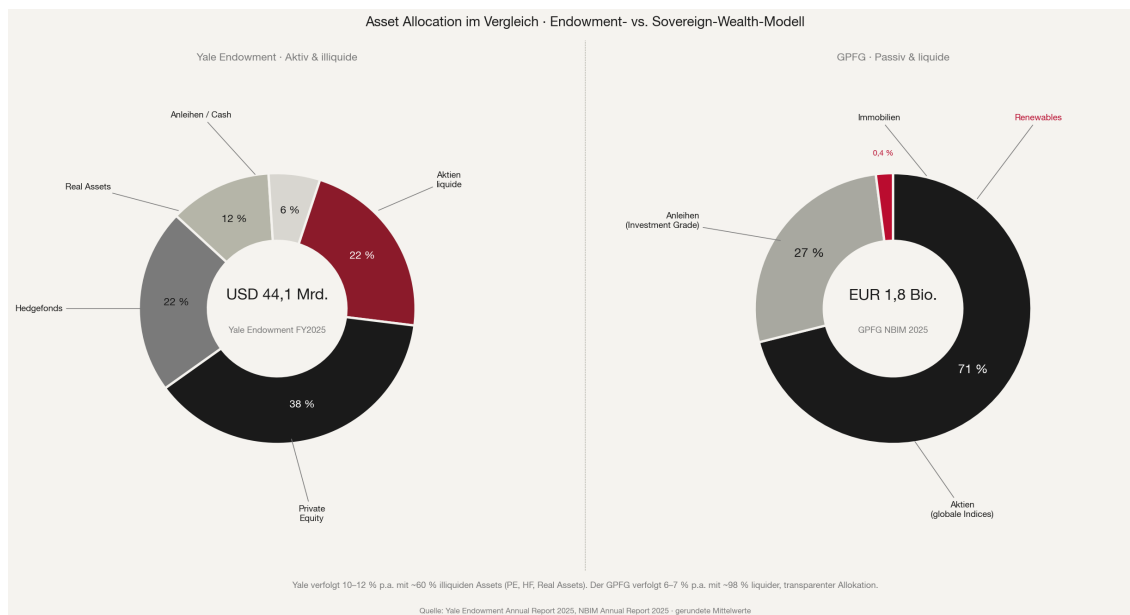


Abb. 19 · Allokationsvergleich Yale-Endowment und GPFG

Daten: NBIM Annual Report 2025, Yale Endowment FY 2025 · eigene Berechnung

Die Grafik macht den strukturellen Allokations-Kontrast sichtbar, der den Renditeunterschied zwischen beiden Modellen erklärt. Yale operiert mit einem aktiv-illiquiden Endowment-Modell: rund 60 % des Vermögens sind in Private Equity, Hedgefonds und Real Assets gebunden, die liquide Aktienquote liegt unter einem Viertel. Der GPFG operiert spiegelbildlich: rund 98 % des Vermögens sind in liquide, börsennotierte Instrumente investiert, Private Equity und Hedgefonds sind strukturell ausgeschlossen. Beide Allokationen sind innerhalb ihres jeweiligen Mandats rational konstruiert. Yale optimiert auf 10–12 % p.a. mit konzentrierter Manager-Selektion auf einem AUM-Niveau, das illiquide Märkte absorbieren können. Der GPFG optimiert auf 6–7 % p.a. mit globaler Marktbreite auf einem AUM-Niveau, das dieselben illiquiden Märkte beim Versuch der Replikation kollabieren lassen würde. Der Renditeunterschied ist nicht das Ergebnis überlegener Strategie, sondern Reflex von Mandat, Größe und Liquiditätsanforderung.

Drei strukturelle Argumente erklären, warum Yales Kennzahlen kein valider Maßstab für den GPFG sind.

Das erste Argument betrifft die Skalierung. Yale verwaltet rund USD 44 Milliarden. Eine Allokation von 40 % in Private Equity bedeutet rund USD 16 Mrd. Dieses Volumen kann der globale PE-Markt absorbieren, ohne dass Yale nennenswerten

Einfluss auf Transaktionspreise ausübt. Beim GPFG würde eine analoge Allokation rund USD 800 Mrd. erfordern, was den gesamten derzeit aktiv investierbaren PE-Markt übersteigt. Der Fonds würde durch seinen eigenen Kaufdruck die Renditequelle zerstören, die er anzapfen will.

Das zweite Argument betrifft das Transparenzmandat. Yales Private-Equity-Transaktionen setzen Vertraulichkeit voraus: hinsichtlich Transaktionspreisen, Unternehmensdaten und Co-Investor-Strukturen. Dies ist mit dem gesetzlichen Offenlegungsgebot des GPFG gegenüber dem norwegischen Parlament und der Öffentlichkeit strukturell unvereinbar. Norwegen hat diese Einschränkung bewusst in Kauf genommen.

Das dritte Argument betrifft den Survivorship Bias. Yale ist die herausragende Ausnahme aus einem Feld von mehreren tausend universitären Stiftungsfonds. Die Mehrheit dieser Institutionen hat mit vergleichbaren Alternatives-Allokationen schlechtere Ergebnisse erzielt als ein einfacher globaler Indexfonds. Yales Leistung ist historisch eng an die Person David Swensens gebunden, der das Modell von 1985 bis zu seinem Tod 2021 leitete. Ein generell replizierbares Systemmodell lässt sich daraus nicht ableiten.

Die sachgemäße Vergleichsfrage lautet daher nicht, welches Modell historisch mehr Rendite erwirtschaftet hat, sondern welches Modell bei EUR 1.800 Mrd. AUM überhaupt realisierbar wäre. Auf dieser Ebene gibt es keine realistische Alternative zu einem breit diversifizierten, passiven Ansatz.

4. Systemische Resilienz: Einordnung nach WEF-Langfristrisiken

Das World Economic Forum identifiziert jährlich in seinem Global Risks Report die zehn bedeutendsten Langfristrisiken für die Weltwirtschaft. Diese Risikoliste dient als Bewertungsraster für eine eigene Analyse: Für jedes institutionelle Investmentmodell wird geprüft, wie gut es strukturell gegen diese Langfristrisiken abgesichert ist.

Bewertungsmethodik (eigene Analyse auf Basis WEF Global Risks Report 2025/2026):

Zehn WEF-Langfristrisiken bilden die Kriterien. Jedes System wird je Kriterium bewertet:

Zeichen	Resilienz	Punkte
+	Hoch – Das Modell ist strukturell gut gegen dieses Risiko abgesichert	3
÷	Mittel – Teilweise Absicherung; Restrisiko vorhanden	2
-	Niedrig – Das Modell ist strukturell exponiert	1

Maximum: 10 Kriterien × 3 Punkte = 30 Punkte. Ein hoher Score bedeutet hohe strukturelle Resilienz, kein gutes Rendite-Risiko-Profil. Die beiden Dimensionen sind unabhängig voneinander.

Die zehn WEF-Kriterien 2026:

#	Kürzel	WEF-Langfristrisiko
①	EW	Extremwetterereignisse
②	BIO	Biodiversitätsverlust & Ökosystemkollaps
③	EK	Kritische Veränderungen der Erdsysteme (Kippunkte)
④	DIS	Falschinformationen & Desinformation
⑤	KI	Negative Folgen von KI-Technologien
⑥	RK	Ressourcenknappheit (natürliche Ressourcen)
⑦	UG	Ungleichheit
⑧	CY	Cyber-Unsicherheit
⑨	POL	Gesellschaftliche Polarisierung
⑩	UV	Umweltverschmutzung

Vollständige Einzelbewertungen: wie setzt sich der Resilienz-Score zusammen?

Kriterium	GPFG	Yale / Harvard	Golfstaaten (Ø)	AT Umlage
① EW – Extremwetter	+ (3)	- / ÷ (1-2)	- (1)	- (1)
② BIO – Biodiversität	+ (3)	- (1)	- (1)	- (1)
③ EK – Kippunkte	÷ (2)	- (1)	- (1)	- (1)
④ DIS – Desinformation	÷ (2)	- (1)	- (1)	- (1)
⑤ KI – KI-Risiken	÷ (2)	÷ (2)	÷ (2)	- (1)
⑥ RK – Ressourcen	+ (3)	+ (3)	÷ (2)	- (1)
⑦ UG – Ungleichheit	÷ (2)	- (1)	- (1)	÷ (2)
⑧ CY – Cyber	÷ (2)	- (1)	- (1)	- (1)
⑨ POL – Polarisierung	- (1)	- (1)	- (1)	- (1)
⑩ UV – Umweltverschmutzung	+ (3)	- (1)	- (1)	- (1)
Gesamt	23 / 30	13-14 / 30	11-12 / 30	11 / 30

Resilienz: Hoch (+ = 3 Punkte) · Mittel (÷ = 2 Punkte) · Niedrig (- = 1 Punkt) · Maximum = 30 Punkte

Begründung der Einzelbewertungen:

GPFG (Norwegen) · 23/30:

Hoch bei Extremwetterereignissen, Biodiversitätsverlust und Umweltverschmutzung: NBIM betreibt gesetzlich verankerte Ausschlusslisten für Unternehmen mit exzessivem Kohleanteil, Abholzung, Palmöl-Verstößen und Umweltverschmutzung. Das ESG-Rahmenwerk ist nicht freiwillig, sondern parlamentarisch verankert. Hoch bei Ressourcenknappheit: Ein Portfolio aus 7.201 Unternehmen in 68 Ländern ist ein natürlicher Rohstoff-Hedge über alle Sektoren. Mittel bei Kippunkten, Desinformation, KI-Risiken und Cyber-Unsicherheit: kein dediziertes Kippunkt-

Framework, kein systematisches KI-Governance-Screening. Solide Grundabsicherung, aber kein spezifisches Mandat. Niedrig bei gesellschaftlicher Polarisierung: Das Modell ist anfällig für innenpolitischen Entnahmedruck, da jede norwegische Haushaltsdebatte ein latentes Risiko darstellt.

Yale / Harvard Endowments · 13–14/30:

Hoch ausschließlich bei Ressourcenknappheit: Timber, Farmland und Rohstoff-Direktinvestments sind natürliche Inflations- und Ressourcenknappheits-Hedges. Das ist die strukturelle Stärke des Endowment-Modells. Bei allen Umwelt- und Systemrisiken (Extremwetter, Biodiversitätsverlust, Kipppunkte, Umweltverschmutzung) kein integriertes Framework: Private-Equity- und Hedge-Fund-Strukturen setzen Vertraulichkeit voraus, die eine ESG-Offenlegung strukturell verhindert. Harvard liegt bei Extremwetter minimal über Yale (Score 14 statt 13), weil CIO Narv Narvekar seit 2020 Klimarisiken aktiv in die Portfoliokonstruktion integriert.

Golfstaaten-Staatsfonds · 11–12/30:

Das strukturelle Problem liegt nicht im Portfolio, sondern in der Heimatökonomie. ADIA, KIA und PIF verwalten Vermögen, dessen Quelle fossile Einnahmen sind. In einer Welt, die Extremwetter, Biodiversitätsverlust und Kipppunkte ernst nimmt, schrumpft die Einnahmenbasis dieser Fonds strukturell. Mittel bei KI-Risiken und Ressourcenknappheit: Technologieinvestitionen (ADIA) und Infrastrukturprogramme (PIF Vision 2030) erzeugen moderate Resilienz und heben den Score über 10.

Österreichisches Umlagesystem (ASVG) · 11/30:

Das Umlagesystem kann strukturell keine Resilienz gegenüber Langfristrisiken aufbauen: kein Kapitalstock, kein ESG-Mandat möglich. Einzige Ausnahme: Ungleichheit mit Mittel, weil das ASVG Umverteilungskomponenten und Mindestpensionsregelungen enthält. Bei allen anderen neun Kriterien ergibt sich Niedrig, nicht wegen mangelnder Verwaltungsqualität, sondern weil das Systemdesign keine Langfrist-Kapitalallokation erlaubt.

Eigene Analyse (Josef Obergantschnig) auf Basis der WEF Top-10 Langfristrisiken 2026. Kriterienquelle: WEF Global Risks Report 2025/2026. Vollständige Einzelbewertungen: WEF × Resilienz-Mapping 2026 (eigene Analyse).

System / Institution	WEF-Resilienz-Score	Einordnung
GPFG (Norwegen)	23/30	Spitzengruppe; gemeinsam mit Schweden (24/30) und Niederlanden (25/30)
Yale / Harvard Endowments	13-14/30	Stark bei Ressourcen (RK); strukturell exponiert bei Umwelt- und Systemrisiken
Golfstaaten-Staatsfonds (Ø)	11-12/30	Fossile Heimatökonomie als struktureller Resilienz-Nachteil
Österreichisches Umlagesystem	11/30	Kein Kapitalstock, kein ESG-Mandat möglich

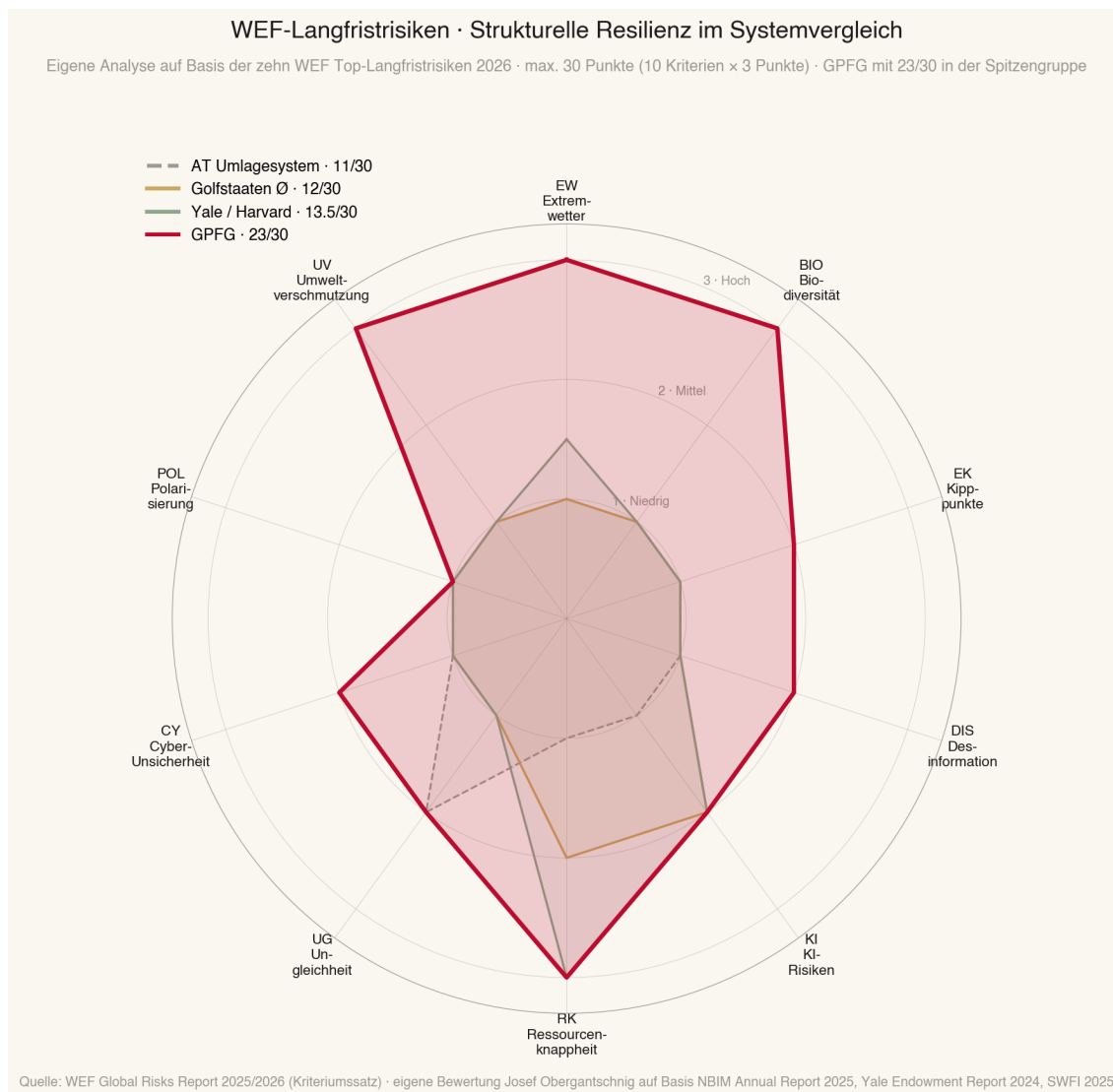


Abb. 20 · Resilienz gegenüber den WEF-Langfristrisiken 2026

Daten: WEF Global Risks Report 2026 · eigene Bewertung

Die Grafik macht den strukturellen Vorsprung des GPFG visuell greifbar. Die rote Fläche umschließt die anderen drei Profile vollständig, insbesondere entlang der vier umweltbezogenen Dimensionen Extremwetter, Biodiversität, Ressourcenknappheit und Umweltverschmutzung, in denen der Fonds die volle Punktzahl erreicht. Yale und Harvard zeigen ihre charakteristische Stärke bei Ressourcenknappheit, fallen bei den übrigen Umweltrisiken jedoch deutlich ab. Die Golfstaaten-Fonds und das österreichische Umlagesystem liegen nahezu deckungsgleich auf dem Mindestniveau, allerdings aus unterschiedlichen strukturellen Gründen: dort die

fossile Heimatökonomie als Resilienz-Bremse, hier das systembedingte Fehlen eines Kapitalstocks.

Der GPFG erreicht in den vier umweltbezogenen Dimensionen, die gemeinsam sechs von zehn Kriterien ausmachen, Spitzenwerte: Extremwetterereignisse, Biodiversitätsverlust, Ressourcenknappheit und Umweltverschmutzung. Dieses Ergebnis ist die messbare Konsequenz des viergliedrigen ESG-Rahmenwerks, das in Abschnitt 6 beschrieben wurde: Vermeidung exponierter Positionen, aktive Einflussnahme auf Unternehmensführung, verbindliche Nachhaltigkeitsstandards und dedizierte Erneuerbare-Energie-Mandate.

Ergänzend wirkt die geopolitische Robustheit des Modells: Die Abwesenheit strategischer Direktinvestments minimiert die Angriffsfläche für staatliche Gegenmaßnahmen. Das Fehlen von Umlagekomponenten eliminiert die demografische Verwundbarkeit, die kapitalgedeckte und beitragsfinanzierte Systeme in unterschiedlicher Weise belastet.

Ein Befund verdient besondere Aufmerksamkeit: Der Fonds, dessen Kapitalquelle das fossile Zeitalter ist, erzielt unter allen Staatsfonds die höchste Resilienz gegenüber den Risiken eben dieses Zeitalters. Dieser Befund beschreibt präzise den Unterschied zwischen einem Ressourcenfonds, der laufende Einnahmen konsumiert, und einem, der sie in ein global diversifiziertes Produktivkapital umwandelt und dabei die Langfristrisikodimension systematisch in den Investmentprozess integriert.

5. Einordnung: Was EUR 1.800 Milliarden im globalen Maßstab bedeuten

Die absolute Größe des Fondsvermögens erschließt sich erst im Vergleich mit ökonomischen Bezugsgrößen.

Vergleich	Wert
GPFG AUM (per 31.12.2025)	EUR 1.800 Mrd.
BIP Deutschland (2026)	EUR 4.680 Mrd. → GPFG entspricht 38 % des deutschen BIP
BIP Österreich (2026)	EUR 531 Mrd. → GPFG entspricht dem 3,4-fachen des österreichischen BIP
BIP Schweiz (2026)	EUR 1.021 Mrd. → GPFG entspricht dem 1,8-fachen des Schweizer BIP
BIP Norwegen (2025)	EUR 510 Mrd. → das Fondsvermögen entspricht rund dem 3,5-fachen des norwegischen Bruttoinlandsprodukts
Pro Kopf (5,55 Mio. Einwohner:innen, 2025)	~EUR 327.000 pro Person
Anteil an allen börsennotierten Aktien weltweit	~1,5 %
Durchschnittlicher Tagesertrag bei 6,6 % p.a.	~EUR 325 Mio.

Quellen: GPFG AUM: NBIM Annual Report 2025. BIP-Daten 2026: IMF World Economic Outlook April 2026 (via Visual Capitalist); USD-Werte umgerechnet zum EUR/USD-Kurs Mai 2026 (~1,175; Quelle: EZB / Trading Economics). Einwohnerzahl Norwegen: Statistik Norwegen, Stand Ende 2024. Aktienanteil weltweit: NBIM Annual Report 2025.

An jedem Handelstag, in jeder Stunde, in der weltweit Unternehmensgewinne entstehen, fließt ein messbarer Anteil davon in das Fondsvermögen. Das ist die arithmetische Konsequenz einer Beteiligung an 1,5 % aller börsennotierten Unternehmen der Welt.

Der Pro-Kopf-Wert von rund EUR 327.000 pro Einwohner:in ist in dieser Diskussion das prägnanteste Bild. Er beschreibt kein individuelles Kontoguthaben, sondern ein kollektives Sicherheitsnetz: Kapital, das über die Handlingsregeln-Entnahme zur Finanzierung des Staatshaushalts beiträgt, aus dem unter anderem Bildung,

Infrastruktur und Sozialsysteme finanziert werden, ohne dass der laufende Konsum durch zusätzliche Staatsverschuldung gedeckt werden muss. Dieses Ergebnis ist nicht primär auf die Größe der Ölvorkommen zurückzuführen. Es ist das Resultat der politischen Entscheidung, diese Einnahmen nicht zu konsumieren, sondern über drei Jahrzehnte institutionell zu transformieren.

WEF-Resilienz-Scoring im Vergleich

Abbildung 5: WEF Langfristrisiko-Resilienz-Score (0–30 Punkte) ausgewählter Institutionen. GPFG führend mit 23/30 Punkten.

QUELLEN

- Norges Bank Investment Management (NBIM): Annual Report 2025. Oslo.
- Yale Investments Office: Yale Endowment Annual Report FY 2025 (period ending June 30, 2025). New Haven.
- World Economic Forum (WEF): Global Risks Report 2026. Geneva.
- WEF: Global Risks Report 2025. Geneva.
- Global SWF / SWFI: Sovereign Wealth Fund Rankings, April 2026.
- IMF: World Economic Outlook April 2026. Washington D.C.
- Statistics Norway (SSB): Bevolkerung und BIP 2025. Oslo.
- GPIF (Government Pension Investment Fund Japan): Annual Report FY 2024.
- ADIA / Abu Dhabi Investment Authority: Review 2024.
- Visual Capitalist: Sovereign Wealth Fund Rankings, Mai 2026.

Bewertung & Scorecard

Wie lässt sich ein institutionelles Investmentmodell systematisch bewerten, ohne in subjektive Pauschalurteile zu verfallen? Dieses Kapitel führt eine multidimensionale Scorecard ein, die zehn Bewertungsdimensionen über Rendite, Risiko, Kosten, Governance, ESG, Transparenz und Resilienz abbildet. Der GPFG erreicht in der Gesamtbewertung Spitzenwerte in Governance, Kosten und Transparenz, mit eindeutigen Verbesserungspotenzialen in der Inflationssensitivität und bei Real Assets. Die Scorecard ist auf andere Modelle der Investmentstrategien-Reihe übertragbar und liefert die methodische Grundlage für die Folgekapitel.

Die vorangehenden Kapitel haben das GPFG-Modell aus verschiedenen Perspektiven analysiert; dieses Kapitel zieht die Konsequenz: eine strukturierte Bewertung nach einem konsistenten Kriteriensatz in zwei Ebenen. Auf Ebene 1 werden sieben Kriterien der Systemqualität bewertet, von strategischer Konsistenz und Asset-Allokation über Governance und Kapitaldeckung bis zu Kosteneffizienz, Nachhaltigkeitsintegration und Portfolio-Güte; das Modell erreicht hier 34 von 35 möglichen Punkten. Auf Ebene 2 wird die Übertragbarkeit auf vier Zielgruppen bewertet: Unternehmer:innen, Privatpersonen, institutionelle Anleger und den System-Transfer Österreich. Eine abschließende Sektion verknüpft das Modell mit elf prägenden Persönlichkeiten der Investmentgeschichte, von John Bogle und Harry Markowitz über Charlie Munger und Eugene Fama bis zu Andrew Ang, und zeigt, welche intellektuelle Tradition das norwegische Modell trägt.

Die vorangehenden Kapitel haben das GPFG-Modell aus verschiedenen Perspektiven beschrieben: Entstehungskontext, Investmentstrategie, Governance-Architektur, Nachhaltigkeit, Leistungsbilanz und internationale Einordnung. Dieser Abschnitt zieht die Konsequenz: eine strukturierte Bewertung nach einem konsistenten Kriteriensatz. Das Ergebnis ist keine Verkaufsempfehlung, sondern eine kontextualisierte Einordnung: Was leistet das Modell? Für wen ist es übertragbar? Unter welchen Voraussetzungen, und wo liegen die strukturellen Grenzen?

1. Cluster-Einordnung: Geduldiges Kapital im institutionellen Maßstab

Vor der Bewertung die Einordnung: Der GPFG gehört zur Klasse der passivmarktbreiten Staatsfonds: Investmentmodelle, die auf maximale Marktbreite, minimale Kosten und strukturell verankerte Disziplin setzen statt auf aktive Alpha-Generierung.

Das ist keine Schwäche, sondern eine zwangsläufige Konsequenz der Fondsgröße. Bei einem Vermögen von EUR 1,8 Billionen ist der passive Ansatz die einzig skalierbare Strategie, wie der internationale Vergleich im vorangehenden Kapitel gezeigt hat. Ein Fonds, der rund 1,5 % aller börsennotierten Aktien weltweit hält, kann beim Versuch, den Markt zu übertreffen, seine eigenen Transaktionspreise

bewegen. Die Bewertung erfolgt daher kontextuell: Wie gut erfüllt das Modell das, was es sein will?

2. Bewertung: Systemqualität

7 Kriterien, je 0–5 Punkte.

#	Kriterium	Score	Kurzbegründung	→ Kapitel
1	Strategische Konsistenz	5/5	Mandat und Umsetzung vollständig konsistent; 70/30 im Einklang mit 50+-Jahres-Horizont; 3-%-Fiskalregel als langfristiger fiskalischer Orientierungswert institutionell etabliert	Kap. 2 · Hintergrund
2	Asset Allocation & Diversifikation	5/5	7.201 Unternehmen in 68 Ländern; konsequentes Rebalancing; globale Marktbreite ohne Klumpenrisiken; vier Assetklassen mit klarer Logik	Kap. 4 · Investmentstrategie
3	Governance & Institutionelle Unabhängigkeit	5/5	Vollständige parlamentarische Kontrolle; Etikkrådet unabhängig; vollständige Offenlegung jeder Position; Dreischicht-System (Storting / Finanzministerium / NBIM)	Kap. 5 · Governance
4	Systemstabilität & Kapitaldeckung	5/5	100 % Kapitaldeckung; keine Umlageanteile; Generationenprinzip	Kap. 3 · Systemarchitektur

			gesetzlich verankert; Perpetual Capital Design; demografieresistent	
5	Strukturelle Kosteneffizienz	5/5	0,04–0,05 % TER (Ø 2013–2025: 0,05 %); internes Management; direkte Aktienregistrierung; Skaleneffekte maximal genutzt; günstigste institutionelle Kostenstruktur vergleichbarer Fonds	Kap. 7 · Umsetzungsprofil
6	Nachhaltigkeitsintegration	4/5	Vier Säulen strukturell integriert, Systemtiefe unter vergleichbaren Fonds einmalig; Abzug: kein Best-in-Class- Ansatz, Impact-Mandat bleibt Randposition (~0,4 % des Fondsvermögens, Mandatsobergrenze 2 %)	Kap. 6 · Nachhaltigkeit
7	Portfolio-Güte	5/5	Mathematisches Optimum für die gegebenen Nebenbedingungen; aktives Alpha strukturell verankert (+0,24 Pp. p.a. netto, NBIM 1998–2024); Tracking Error unter Budget	Kap. 8 · Leistungsprofil

Ebene-1-Score: 34/35 · 4,9/5

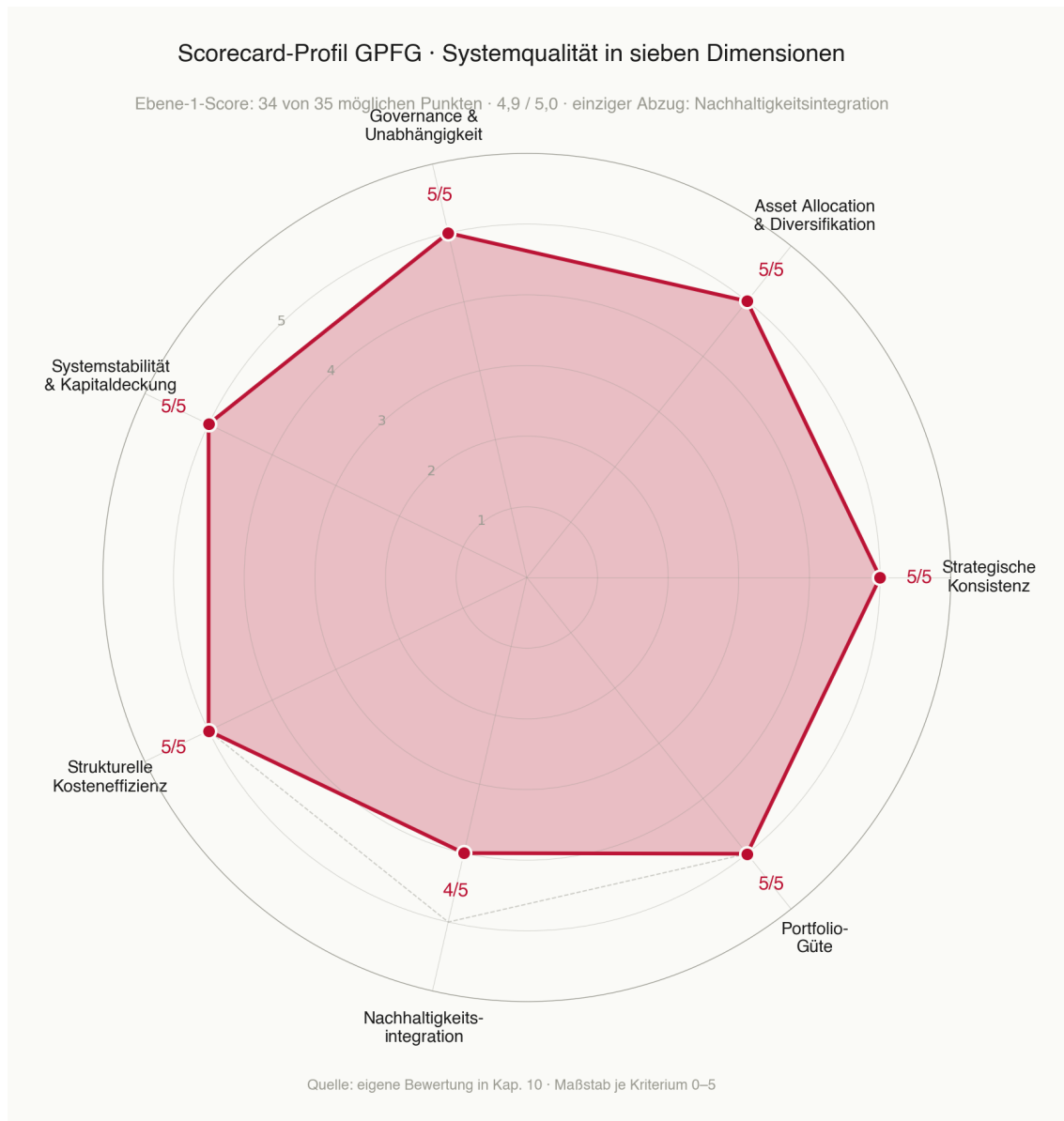


Abb. 21 · Bewertung des Modells in sieben Dimensionen

Eigene Darstellung

Die Grafik verdichtet das Bewertungsergebnis auf einen Blick: Sechs der sieben Dimensionen erreichen die Maximalwertung, allein die Nachhaltigkeitsintegration trägt eine sichtbare Delle in das Profil. Diese visuelle Asymmetrie reflektiert keine konzeptionelle Schwäche, sondern eine bewusste Designentscheidung. Die strukturelle Symmetrie der übrigen sechs Punkte bedeutet, dass der GPFG nicht in einer Dimension exzellent und in anderen mittelmäßig ist, sondern systemisch in

jeder Einzelkomponente das Maximum dessen erreicht, was unter den gegebenen Größenbeschränkungen realisierbar ist. Diese Profil-Symmetrie ist der eigentliche Befund: Ein Modell, das nicht durch eine herausragende Einzelstärke definiert ist, sondern durch die konsequente Ausbalancierung aller relevanten Bewertungsdimensionen.

Narrative Begründungen

Strategische Konsistenz

Das GPFM-Mandat lautet: Vermögenserhalt für künftige Generationen. Jede strukturelle Entscheidung der letzten dreißig Jahre lässt sich auf diesen Satz zurückführen. Die Aktienquote von 70 % spiegelt den 50+-Jahres-Horizont; die 3-%-Entnahmeregel ist mathematisch auf die langfristige Realrenditeerwartung von 4 % kalibriert. Der fundamentale Unterschied zur Realität vieler Institutionen: Strategie und Umsetzung sind hier deckungsgleich, nicht nur auf dem Papier. In keinem Krisenjahr wurde eine Ausnahme gemacht: 2008 nicht, 2020 nicht, 2022 nicht.

Asset Allocation & Diversifikation

7.201 Unternehmen in 68 Ländern, alle elf GICS-Sektoren vertreten, geographische Gewichtung nach Marktkapitalisierung ohne politische Steuerung. Der Anleiheanteil beschränkt sich auf Staatsanleihen und hochwertige Unternehmensanleihen. Immobilien (Mandatsobergrenze 7 %, faktisch ~1,7 % per Ende 2025) werden ausschließlich als Direktinvestments gehalten, regelbasiert als Inflationsabsicherung integriert. Das Rebalancing erfolgt jährlich, mechanisch, ohne diskretionäre Ausnahmen, auch in Krisenphasen.

Governance & Institutionelle Unabhängigkeit

Das Dreischicht-System (Storting / Finanzministerium / NBIM) ist so konstruiert, dass kein einzelner Akteur das Investmentmandat einseitig ändern kann. Der Etikkrådet operiert vollständig unabhängig von NBIM und empfiehlt Ausschlüsse, die NBIM verbindlich umsetzen muss. Jede einzelne Position wird vierteljährlich öffentlich offengelegt. Dieses Transparenzniveau ist unter Staatsfonds weltweit einmalig. Das Modell hat seit 1998 zehn Regierungswechsel überlebt, ohne strukturelle Modifikation.

Systemstabilität & Kapitaldeckung

100 % kapitalgedeckt, kein Umlageanteil. Der Fonds ist unabhängig von Beschäftigungsquoten, Geburtenraten oder demografischen Trends. Ein norwegischer Rentner 2055 zieht auf Kapital zu, das 2025 investiert wurde und dreißig Jahre gewachsen ist. Das ist das strukturelle Gegenteil des österreichischen und deutschen Umlagesystems, das vollständig von der Relation aktiver Beitragszahler zu Rentenbeziehenden abhängt.

Strukturelle Kosteneffizienz

0,04–0,05 % Managementkosten sind kein temporärer Erfolg, sondern Konsequenz von Systemdesign: internes Management, Direkthaltung ohne Depotbankschichten, keine externen Fondsmanager für den Kernportfolio-Bereich, maximale Skaleneffekte. Der NBIM Jahresbericht 2025 weist einen Durchschnitt von 0,05 % für den Zeitraum 2013–2025 aus. Bei EUR 1,8 Bio. AUM bedeuten 0,1 % Kostenvorteil EUR 1,8 Mrd. jährlich. Die Ang-Studie (2014) schätzt, dass NBIMs Kostenstruktur gegenüber vergleichbarer externer Verwaltung rund USD 500 Mio. jährlich einspart, dauerhaft thesauriert im Fonds.

Nachhaltigkeitsintegration · 4/5

Die vier Säulen sind nicht parallele Programme, sondern hierarchisch integriert: Avoid setzt die äußere Grenze (über 320 Ausschlüsse plus Staatsanleihen-Ausschlüsse, Stand Februar 2026). Advance nutzt Skalenstärke zur Einflussnahme auf Unternehmensführung weltweit (rund 10.900 Abstimmungen (FY 2025), alle im Voraus publiziert). Accentuate definiert aktive Standards über Expectation Documents zu Klima, Wasser, Kinderrechten, Steuern und Meeresschutz. Impact setzt Kapital dort ein, wo systemischer Wandel möglich ist: NOK 91 Mrd. (rund EUR 7,9 Mrd.) in Erneuerbare bis Ende 2025. Kein vergleichbar großer Fonds hat diese Integrationstiefe.

Der Punkt Abzug ist begründet: Erstens kein Best-in-Class-Ansatz: Der GPFG übergewichtet keine Nachhaltigkeitsvorreiter aktiv, er schließt nur die schlechtesten Akteure aus. Zweitens bleibt das Impact-Mandat strukturell eine Randposition: EUR 7,9 Mrd. in Erneuerbare entsprechen rund 0,4 % des Gesamtportfolios. Beides ist bewusste Designentscheidung (Fondsgröße, Mandat, Objektivitätsproblem), aber es begrenzt die maximale ESG-Wirktiefe.

Portfolio-Güte

Das langfristige aktive Alpha liegt bei +0,24 Pp. p.a. über die gesamte Fondsgeschichte seit 1998 und klingt bei einem Fonds mit passivstem Ansatz überraschend, ist aber erklärbar: NBIM operiert nicht als reiner Indexreplikator. Die Benchmark ist der FTSE Global All Cap Index, definiert durch das norwegische Finanzministerium. Innerhalb eines engen Tracking-Error-Budgets von $\pm 1,25$ Pp. gegenüber dieser Benchmark setzt NBIM drei systematische Alphaquellen ein: Wertpapierleihe (Verleihen von Portfolioanteilen gegen Gebühr), regelbasierte Faktor-Tilts (leichte Übergewichtung von Value, Quality und Low-Volatility-Titeln) sowie antizyklisches Rebalancing (strukturelles Kaufen in Krisenphasen, wenn andere verkaufen). Kein Stockpicking, keine diskretionären Wetten, sondern replizierbar gestaltete Prozesse. Über 28 Jahre auf EUR 1,8 Billionen entspricht das einer kumulierten Zusatzrendite von über EUR 100 Mrd. gegenüber einem rein passiven Ansatz. Hinweis: Im Jahr 2025 lag der Fonds mit $-0,28$ Pp. unter der Benchmark (Jahresrendite +15,1 %, Benchmark +15,4 %), was die Schwankungsbreite des aktiven Anteils illustriert. Die Langfristperspektive bleibt positiv: 6,6 % p.a. Nominalrendite und 4,3 % p.a. Netto-Realrendite seit 1998 (Quelle: NBIM Jahresbericht 2025).

3. Bewertung: Übertragbarkeit

Vier Zielgruppen, je 0–5 Punkte.

Gruppe	Score	Kurzbegründung	Abzug	→ Kapitel
Unternehmer: innen	5/5	100 %- Einzahlungsprinzip übertragbar; 3 %- Entnahmeregel als persönliche Finanzregel; ETF- Umsetzung ohne Mindestkapital; passiver Sparplan- Automatismus direkt anwendbar	–	Kap. 11 · Learnings

Privat- personen	4/5	Einfachste Produktumsetzung (zwei ETFs); keine Zugangshürden; Kindervorsorge-Modell ideal	-1: psychologische Hürde, 70 % Aktienquote in Krisen zu halten, NBIM kann das institutionell erzwingen, Privatanleger:innen nicht	Kap. 11 · Learnings
Institutionelle	5/5	Governance-Prinzipien direkt übertragbar; ESG-Rahmen als Blaupause für Stiftungen und Wohlfahrtsfonds; Ausschüttungslogik universell anwendbar	-	Kap. 9 · Internationaler Vergleich
System- Transfer (Österreich)	2/5	Norwegens Ausgangsbedingungen: Rohstoffquelle, politischer Konsens über Jahrzehnte, institutionelles Vertrauen, fehlen strukturell; Grundprinzipien übertragbar, Gesamtmodell nicht replizierbar	-3: politische Machbarkeit, Umlagesystem- Pfadabhängigkeit, keine vergleichbare Rohstoffbasis	Kap. 12 · Implikationen

Ebene-2-Score: 16/20 · 4,0/5

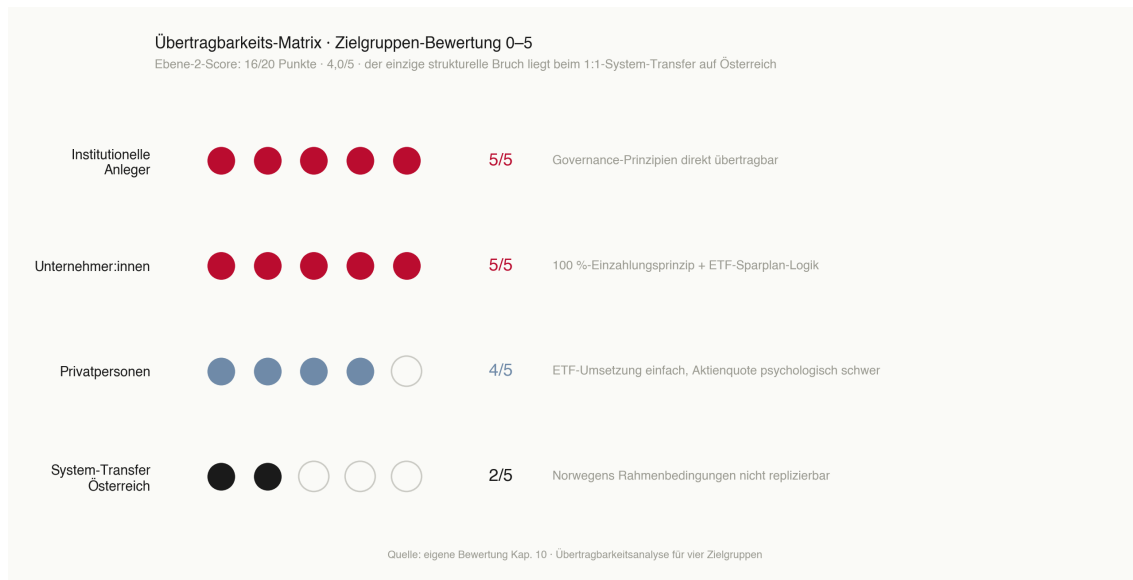


Abb. 22 · Übertragbarkeit auf vier Zielgruppen

Eigene Darstellung

Die Visualisierung macht den eigentlichen Befund der Übertragbarkeitsanalyse sichtbar: Drei der vier Zielgruppen können die Kernlogik des GPFG-Modells weitgehend übernehmen, der strukturelle Bruch entsteht erst beim 1:1-System-Transfer auf das österreichische Pensionssystem. Diese Asymmetrie ist analytisch zentral, weil sie eine verbreitete Diskussionsverkürzung korrigiert. Norwegens Erfolg ist nicht das Ergebnis nationaler Tugend, sondern das Resultat einer historisch einzigartigen Konstellation aus Rohstoffquelle, frühem politischen Konsens und kultureller Risikotragfähigkeit. Was sich übertragen lässt, sind die einzelnen Bausteine: ein Sparplan-Automatismus für Privatpersonen, eine 100-%-Einzahlungsregel für Unternehmer:innen, ein Governance-Dreischicht-Modell für institutionelle Anleger. Was sich nicht übertragen lässt, ist das geschlossene System mit seinen 1996 vorgegebenen Rahmenbedingungen.

Der Abzug bei System-Transfer Österreich geht über die fehlende Rohstoffquelle hinaus. Er betrifft auch eine tiefere Verhaltensebene: Österreich und Deutschland haben traditionell eine ausgeprägte Kapitalerhaltungsmentalität: das Sparbuch als kultureller Anker, kurzfristige Sicherheit als vorrangiges Ziel. Eine Aktienquote von 70 %, die in Crashjahren temporäre Verluste von 30–40 % produziert, ist gesellschaftlich kaum vermittelbar. Der GPFG kann diese Schwankungen

institutionell erzwingen und aussitzen. Eine österreichische Entsprechung müsste zuerst eine gesellschaftliche Debatte gewinnen, die in Norwegen nie so geführt werden musste. Dort war der Fonds von Beginn an nationales Projekt mit breitem Konsens. Das Ergebnis dieser Risikoaversion: Wer die Geduld Norwegens nicht strukturell verankert, lässt langfristig erhebliche Rendite liegen.

4. Gesamtscore

Ebene	Score	Gewicht	Beitrag
Ebene 1 – Systemqualität	4,9/5	60 %	2,9
Ebene 2 – Übertragbarkeit	4,0/5	40 %	1,6

Gesamt

4,5/5

Gewichtungslogik: Systemqualität trägt 60 %, weil die Frage „Ist das ein exzellentes Modell?“ primär ist. Ein starkes Modell mit eingeschränkter Transferierbarkeit bleibt wertvoll: als Referenzpunkt, als Lernquelle, als Designinspiration. Übertragbarkeit trägt 40 % als anwendungsorientierte Dimension: relevant für Leser:innen, die konkrete Schlüsse ziehen wollen, aber sekundär zur Modellqualität.

→ Einordnung: Best-in-Class

Was bedeuten die 0,5 Punkte Abzug? Zwei Quellen: Erstens die Nachhaltigkeitsintegration (4/5 statt 5/5): kein Best-in-Class-Ansatz, Impact-Mandat strukturell zu klein. Zweitens die Transferdimension System-Transfer Österreich (2/5): Norwegens Ausgangsbedingungen nicht replizierbar. Das Modell in seiner Kernarchitektur ist herausragend; die Abzüge betreffen ein Designdetail und eine strukturelle Unmöglichkeit, keine systemischen Schwächen.

5. Stärken-Analyse

Fünf strukturelle Vorteile, die das Modell von anderen unterscheiden.

Einfachheit als Endprodukt

Das Modell ist für alle zugänglich, aber diese Einfachheit ist das Endprodukt jahrzehntelanger Feinjustierung, nicht ihr Ausgangspunkt. Die Einfachheit ist verdient, nicht zufällig. Entscheidend dabei: Die Alternativenanlagen des GPFG (Immobilien, Infrastruktur) machen nur rund 3–5 % des Portfolios aus, Private Equity ist strukturell ausgeschlossen. Wer das Modell replizieren will, braucht diese Komponente nicht: Zwei breit diversifizierte ETFs erfassen 95 % der Investitionslogik. Die Komplexität, die institutionelle Direktinvestments in Immobilien erfordern würden, ist für Unternehmer:innen und Privatinvestoren nicht notwendig und nicht maßgeblich für den Renditeerfolg.

Politische Robustheit durch institutionelles Design

Kein anderes Staatsfondsmodell hat vergleichbare Schutzmechanismen gegen kurzfristigen politischen Zugriff: die 3-%-Fiskalregel als politisch-institutionell verankerter Orientierungswert, parlamentarische Legitimation für Grundsatzentscheidungen, unabhängiger Etikkrådet, vollständige Öffentlichkeit. Das Modell hat zehn Regierungswechsel überlebt, ohne strukturelle Modifikation, unter Regierungen von links bis rechts. Mehr noch: Der Fonds ist zum Nationalsymbol geworden. Befragungen zeigen regelmäßig breite gesellschaftliche Ablehnung höherer Entnahmen, nicht aus politischem Kalkül, sondern aus dem Bewusstsein, dass dieses Kapital den nachfolgenden Generationen gehört. Diese kulturelle Verankerung ist ein Resilienzmerkmal, das kein Gesetz allein erzeugen kann.

Kosten als dauerhafter Wettbewerbsvorteil

0,04 % Managementkosten sind kein Resultat günstiger Umstände, sondern Systemdesign: internes Management, keine externen Manager, Direkthaltung, Skaleneffekte. Dieser Vorteil ist strukturell und wächst mit dem Fondsvermögen.

ESG als Risikoarchitektur

Die vier Säulen (Avoid / Advance / Accentuate / Impact) sind in den Investmentprozess integriert, nicht daneben. Das ist der fundamentale Unterschied

zu deklaratorischen ESG-Strategien, die primär Reputationsmanagement sind. Wichtig festzuhalten: kein Best-in-Class-Ansatz. Der GPFG übergewichtet Nachhaltigkeitsvorreiter nicht aktiv, er schließt die schlechtesten Akteure aus. Das ist eine bewusste Entscheidung: Bei 7.201 Portfoliounternehmen ist eine positive Titelauswahl nach ESG-Kriterien nicht skalierbar, ohne das Diversifikationsprinzip aufzugeben. Die Stärke liegt in der systematischen Risikoreduktion, nicht in der aktiven Renditeoptimierung durch ESG.

Perpetual Capital Design

Kein Fälligkeitsdatum, kein Liquiditätszwang, keine fixen Verbindlichkeiten. Der Fonds kann in jeder Krise aussitzen und antizyklisch agieren. Das ist der mächtigste Renditevorteil in der Kapitalmarktpraxis: nicht Stockpicking, sondern institutionell erzwungene Geduld.

6. Grenzen des Modells

Drei ehrliche Kritikpunkte. Das Modell ist strukturell stark, aber nicht grenzenlos.

Skalierungsfalle: Größe schränkt Flexibilität ein

Bei EUR 1,8 Billionen ist aktives Management praktisch unmöglich, ohne Marktpreise selbst zu bewegen. Das Modell ist in seiner Größe gefangen: Was ein Vorteil für Skaleneffekte ist, ist ein Nachteil für taktische Anpassungsfähigkeit.

Die Ang-Studie (2014), eine externe Überprüfung der NBIM-Verwaltungsleistung im Auftrag des norwegischen Finanzministeriums von Andrew Ang (Columbia Business School) und Michael Brandt (Duke University), quantifiziert dieses Spannungsfeld: NBIM hält rund 1,5 % aller global börsennotierten Aktien. Bei Transaktionen dieser Größenordnung können Käufe und Verkäufe die eigene Ausführungsqualität verschlechtern, ein Phänomen, das als Market Impact bezeichnet wird. Die Studie empfahl gleichzeitig, das aktive Tracking-Error-Budget zu erhöhen, weil NBIM nachweislich Mehrwert innerhalb des bestehenden Budgets erzielt hatte. Der strukturelle Trade-off bleibt: Größe schützt über Skaleneffekte, schränkt aber taktische Flexibilität dauerhaft ein.

ESG bleibt defensiv: keine Positivkriterien

Ausschlüsse ja, aber keine aktive Übergewichtung von Nachhaltigkeitsvorreitern. Der Best-in-Class-Ansatz wird bewusst nicht angewendet, aus nachvollziehbaren Gründen (Fondsgröße, Mandat, Objektivitätsproblem), wie im Kapitel Responsible Investment & Nachhaltigkeit erläutert. Das begrenzt die maximale ESG-Wirkung auf den Rand des Portfolios.

Transferproblem: Norwegen-Bedingungen nicht exportierbar

Das Modell funktioniert, weil Norwegen eine einmalige Kombination hatte: Rohstoffeinnahmen, politischer Konsens über Jahrzehnte, institutionelles Vertrauen, homogene Gesellschaft mit Sparmentalität. Andere Länder können die Prinzipien lernen, aber nicht die Ausgangsbedingungen kopieren.

Ein konzeptuell valider Alternativpfad: Norwegen finanziert den GPFG aus ÖI-Einnahmen, einer außerordentlichen und zeitlich begrenzten Quelle. Länder ohne vergleichbare Rohstoffbasis könnten stattdessen einen fixen Prozentsatz der öffentlichen Einnahmen, etwa 3–5 % in Haushaltsjahren mit Überschuss, in einen eigenen Generationenfonds einzahlen. Der Gedanke ist legitim: Auch ohne Rohstoffquelle ist systematisches, mandatiertes Langfristsparen konzeptuell möglich. Die Hürde ist nicht technisch, sie ist politisch: In jedem Wahlzyklus konkurrieren Gegenwartsausgaben mit künftigen Generationen. Genau dieses Spannungsverhältnis hat Norwegen durch institutionelles Design überwunden. Ohne vergleichbares Fundament ist Einzahlungsdisziplin in anderen Ländern kaum durchzuhalten.

7. Was andere konkret lernen können

Das destillierte Kernlearning nach Investorengruppe, ohne Wiederholung des Kapitels Implikationen für Österreich.

Für Institutionen:

Governance-Dreischicht (Mandatgeber / Richtliniengeber / Umsetzer) ist das übertragbare Designprinzip. Wer ESG als Risikoarchitektur verankert und Kosten systematisch kontrolliert, muss nicht von Outperformance träumen.

Für Unternehmer:innen:

Drei Prinzipien, direkt anwendbar.

Erstens: Ein fixer Anteil des Unternehmensumsatzes oder -gewinns fließt automatisch in den Vermögensaufbau. Nicht was am Monatsende übrig bleibt, sondern was von Beginn an reserviert wird. Der GPFG zahlt ein, bevor der Staat konsumiert. Dieselbe Logik gilt für jede Unternehmerin und jeden Unternehmer.

Zweitens: Ein breit diversifiziertes Wertpapierdepot ergänzt die unternehmerische Konzentration sinnvoll. Wer sein Unternehmen in einer Branche betreibt, hat bereits ein konzentriertes Klumpenrisiko. Die Börse bietet die Möglichkeit, zusätzliche Geschäftsfelder durch Kapitalmarkteteiligung aufzubauen: ohne operativen Aufwand, mit globaler Reichweite.

Drittens: Passivität als Stärke. Wer nicht handelt, macht keine Fehler. Der GPFG verkauft nicht in Krisen, wechselt nicht die Strategie, reagiert nicht auf Schlagzeilen. Diese Disziplin ist keine Inaktivität, sondern die konsequenteste Form unternehmerischer Stärke.

Für Privatpersonen:

Das Prinzip der automatischen Einzahlung, des passiven Kerninvestments und der strukturierten Entnahme ist ohne institutionelles Mandat replizierbar. Die einzige Hürde: Keine externe Zwangsarchitektur verhindert Panikverkäufe. Die private Entsprechung ist eine schriftliche Vorabentscheidung, formuliert in ruhigem Zustand: Ich verkaufe nicht bei Marktereignissen, sondern nur bei Erreichen meines Zieldatums oder einem echten persönlichen Notfall.

Für die Politik:

Das wichtigste Prinzip ist nicht das Wie des Investments, sondern das Warum des Sparens. Norwegen hat eine gesellschaftliche Entscheidung getroffen: zukünftige Generationen zählen genauso wie heutige. Das ist kein technisches Problem, das ist eine Frage politischer Kultur.

8. Das Norwegen-Prinzip für unterschiedliche Investorengruppen

Das GPFG operiert mit EUR 1,8 Bio. Kapital und einer Governance-Architektur, die drei Jahrzehnte gewachsen ist. Die Kernarchitektur ist für alle Investorengruppen replizierbar, nicht in der Komplexität, aber in den Prinzipien. Die Unterschiede liegen nicht im Portfolio, sondern in der Einnahmequelle: Ölrente für Norwegen, Unternehmensgewinn für Unternehmer:innen, Lohn Einkommen für Privatpersonen, Beitragszahlungen für institutionelle Träger.

Die drei universellen Bausteine

Basisallokation

Ein global diversifiziertes Aktieninvestment (MSCI World ETF oder FTSE All-World) bildet den Kern. Für Unternehmer:innen und Privatpersonen sind zwei ETFs ausreichend. Das entspricht strukturell dem, was NBIM mit 7.201 Einzeltiteln in 68 Ländern aufgebaut hat: globale Marktbreite, maximale Diversifikation, minimale Kosten. Institutionelle Anleger können zusätzlich einen Alternatives-Anteil (Immobilien, Infrastruktur) wie der GPFG mit 3–5 % ergänzen. Für Unternehmer:innen und Privatpersonen ist diese Komponente nicht notwendig: Beim GPFG selbst ist sie eine Randposition.

Automatischer Sparplan

Norwegen speist den Fonds regelgebunden aus seinen Petroleum-Cashflows, und NBIM investiert die zugeführten Mittel unabhängig von der Marktlage. Die Entsprechung für alle Investorengruppen ist der automatische, nicht pausierbare Investmentrhythmus. Nicht wenn der Markt minus 20 % steht. Nicht wenn die Schlagzeilen dramatisch sind. Genau in diesen Momenten kauft der automatische Plan günstiger ein als je zuvor.

3-%-Entnahmeregel

Der GPFG orientiert seine jährlichen Entnahmen an der erwarteten Realrendite, derzeit rund 3 % des Fondsvermögens, also unterhalb der langfristigen Realrenditeerwartung von rund 4 %. Das Ergebnis: der Kapitalstock wächst real

weiter, auch während entnommen wird. Das Prinzip gilt für alle Investorengruppen, der Mechanismus ist universell.

Kapital	Jährliche Entnahme (3 %)	Monatlich	Reales Kapitalwachstum
EUR 100.000	EUR 3.000	EUR 250	~+1 % p.a. (real)
EUR 250.000	EUR 7.500	EUR 625	~+1 % p.a. (real)
EUR 500.000	EUR 15.000	EUR 1.250	~+1 % p.a. (real)
EUR 1.000.000	EUR 30.000	EUR 2.500	~+1 % p.a. (real)

Annahmen: 4 % p.a. Realrendite (historischer GPFG-Wert 4,3 %), 3 % Entnahme, vor Steuern. KEST 27,5 % auf realisierte Gewinne ist in Österreich zusätzlich zu berücksichtigen.

Die eine institutionelle Hürde

NBIM kann den Auftrag, die Strategie in Krisen nicht zu ändern, institutionell erzwingen. Kein Parlamentsbeschluss erlaubt Panikverkäufe. Privatinvestor:innen und viele institutionelle Anleger haben diese Zwangsarchitektur nicht, und das ist der einzige strukturelle Unterschied, der wirklich zählt.

Die einzige private Entsprechung: eine schriftliche Vorabentscheidung. Formuliert in ruhigem Zustand, dokumentiert: „Ich verkaufe ausschließlich bei Erreichen meines Zieldatums oder einem persönlichen Notfall, nicht bei Marktereignissen.“ Diese Vorabentscheidung ersetzt den institutionellen Zwang nicht vollständig. Aber sie gibt ihm eine Form.

Warum das für alle Investorengruppen das Wichtigste an diesem Whitepaper ist

Norwegen beantwortet die zentrale Frage nicht mit einer Produktempfehlung, sondern mit einem Designprinzip: nicht Gewinnmaximierung, sondern Kapitalerhalt mit strukturierter Entnahme. Das Ziel ist nicht, am Ende des Lebens das meiste Kapital zu haben, sondern ein Leben lang ausreichend liquide zu bleiben, ohne das Kapital aufzuzehren. Ob Staatsfonds, Wohlfahrtsfonds, Unternehmer:in oder Privatperson: Das Prinzip ist dasselbe. Die Umsetzung variiert. Die Logik nicht.

Verknüpfte Persönlichkeiten

Elf Verbindungen zwischen dem GPFG-Modell und den prägenden Köpfen der Investmentgeschichte.

Gute Investmentmodelle entstehen nicht im Vakuum. Hinter dem GPFG steckt kein einzelner Geistesblitz, sondern eine Schicht nach Schicht aufgebaute intellektuelle Architektur: Theoretiker, die Grundlagen gelegt haben, Praktiker, die Prinzipien über Jahrzehnte gelebt haben, und institutionelle Kontrastfiguren, die durch ihren anderen Weg das GPFG-Modell erst schärfen. Die folgenden elf Persönlichkeiten stehen in direkter Verbindung zu diesem Modell, nicht als Schöpfer dieses konkreten Fonds, sondern als die Köpfe, ohne deren Denken er so nicht existieren würde.

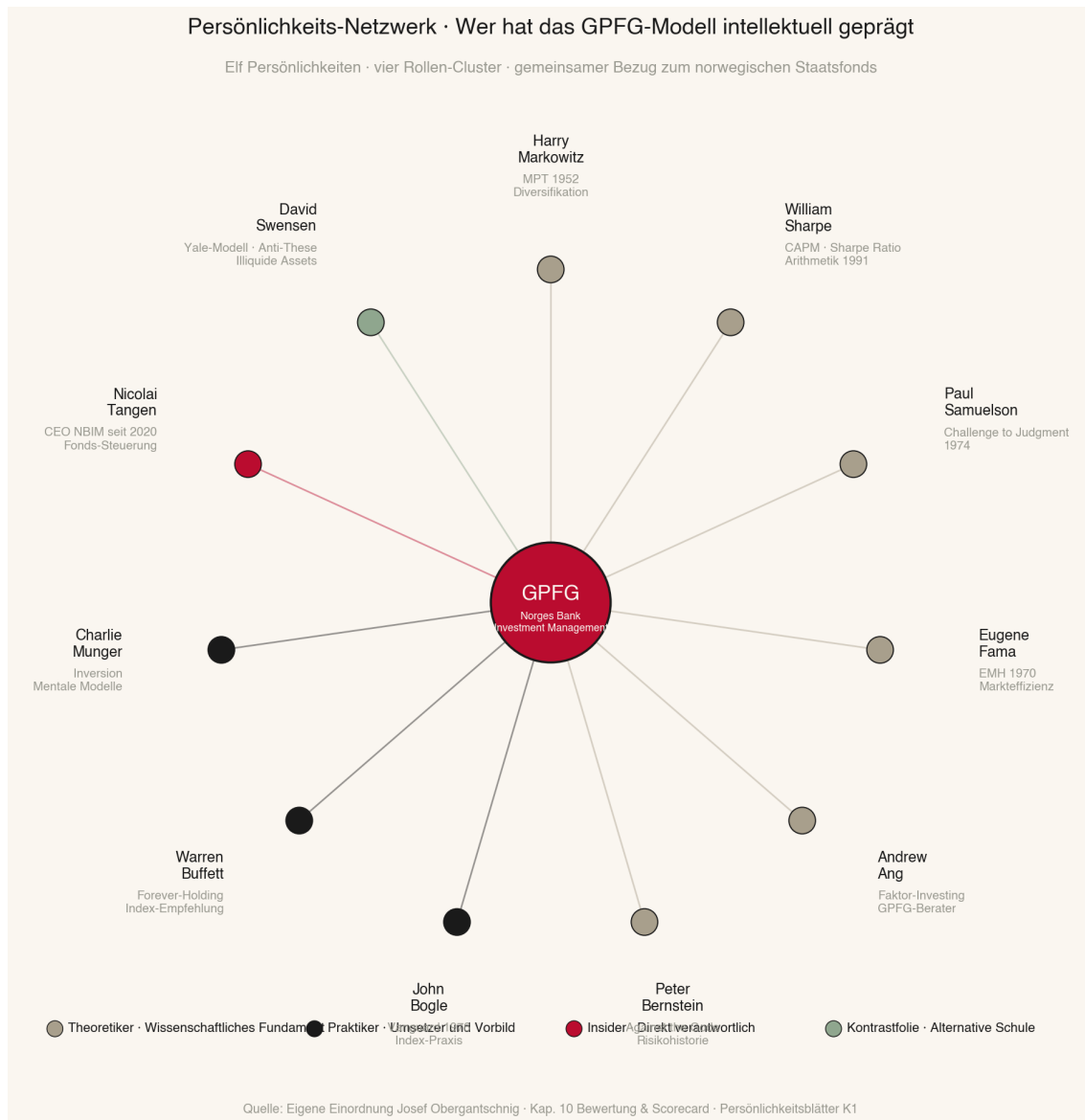


Abb. 23 · Elf Persönlichkeiten im intellektuellen Umfeld

Eigene Darstellung

Die Grafik ordnet die elf Persönlichkeiten in vier Rollen-Cluster: Theoretiker, die das wissenschaftliche Fundament gelegt haben (Markowitz, Sharpe, Samuelson, Fama, Ang, Bernstein), Praktiker, die ein Prinzip über Jahrzehnte gelebt und damit institutionell anschlussfähig gemacht haben (Bogle, Buffett, Munger), der institutionelle Insider, der das Modell heute operativ steuert (Tangen), und die wichtigste Kontrastfolie aus der konkurrierenden Schule (Swensen). Erst aus dem Zusammenspiel dieser vier Cluster ergibt sich die intellektuelle Architektur des Fonds: ein theoretisch belegbarer, praktisch erprobter und institutionell überlegener

Ansatz, der seine Eigenständigkeit gerade durch die ständige Abgrenzung zur Endowment-Schule schärft.

John Bogle (1929–2019)

Gründer von Vanguard · Erfinder des Indexfonds für Privatanleger

John Bogle gründete 1974 The Vanguard Group und legte 1976 den ersten Indexfonds für Privatanleger auf. Sein zentrales Argument: Da alle aktiven Manager zusammen den Markt darstellen, müssen sie als Gruppe vor Kosten exakt Markttrendite erzielen und nach Kosten systematisch darunterliegen. Passivität ist daher keine Resignation, sondern Mathematik.

Verbindung zum GPF: Die GPF-Philosophie ist das institutionelle Pendant zu Bogles privatem Vanguard-Prinzip. Niedrigste Kosten, breiteste Diversifikation, kein Versuch den Markt zu schlagen. Was Bogle für Millionen von Privatanlegern zugänglich machte, hat Norwegen im staatlichen Maßstab perfektioniert.

Nicolai Tangen (geb. 1966)

CEO von NBIM seit 2020

Nicolai Tangen gründete vor seiner NBIM-Zeit den AKO Capital Hedgefonds in London, einen der erfolgreichsten europäischen Hedgefonds seiner Generation. 2020 entschied er sich bewusst, von der aktiven zur passiven Welt zu wechseln und übernahm die Leitung von NBIM.

Verbindung zum GPF: Tangen verkörpert den GPF heute nach außen. Unter seiner Führung wurden Transparenz und Rechenschaftspflicht weiter ausgebaut. Er ist der bekannteste Kommunikator der GPF-Philosophie und tritt regelmäßig mit Interviews, Reden und dem NBIM-Podcast in Erscheinung, der Investoren weltweit als Referenz gilt.

Eugene Fama (geb. 1939)

Nobelpreisträger 2013 · Begründer der Effizienzmarkthypothese

Eugene Fama ist Professor an der University of Chicago Booth School of Business. Seine Effizienzmarkthypothese formulierte er kanonisch in *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work* (Journal of Finance, Vol. 25, Nr. 2, 1970, S.

383–417). Sie unterscheidet drei Formen der Markteffizienz: schwach, halbstark und stark. In ihrer halbstarken Form besagt sie, dass alle öffentlich verfügbaren Informationen unmittelbar in den Preisen verarbeitet werden. Daraus folgt: Durchschnittliches aktives Management schlägt den Markt nach Kosten nicht systematisch. Famas spätere Arbeiten mit Kenneth French (*Common risk factors in the returns on stocks and bonds*, Journal of Financial Economics, Vol. 33, Nr. 1, 1993, S. 3–56; *A five-factor asset pricing model*, JFE Vol. 116, Nr. 1, 2015, S. 1–22) zeigten allerdings, dass systematische Risikoprämien für Value, Size und Profitability empirisch erfassbar bleiben, und zwar als Risiko-Kompensation, nicht als Ineffizienz.

Verbindung zum GPFG: Famas Theorie liefert das wissenschaftliche Fundament für den GPFG-Ansatz. Wenn Märkte in der halbstarken Form effizient sind, ist breit gestreutes, kostengünstiges Investieren konzeptuell überlegen gegenüber dem Versuch, durchschnittliches aktives Management mit Alpha-Anspruch zu betreiben. Gleichzeitig erlaubt die Fama-French-Logik dem GPFG maßvolle Faktor-Tilts in Value und Small Cap, ohne die Effizienzmarkthypothese zu verletzen. Der GPFG handelt, als wäre Famas Gesamtwerk (nicht nur die EMH von 1970) ein Handbuch.

David Swensen (1954–2021)

CIO Yale Endowment · Erfinder des Yale-Modells

David Swensen verwaltete das Yale-Stiftungsvermögen von 1985 bis zu seinem Tod und erzielte während seiner Amtszeit durchschnittlich rund 13 % p.a. (Hochphase 1985–2008 sogar ~16 % p.a.). Mit dem Yale-Modell revolutionierte er die institutionelle Anlage: rund 90 % Alternatives (Private Equity, Hedgefonds, Real Assets), minimale Liquidität, maximale Illiquiditätsprämie. Die aktuelle 20-Jahres-Rendite von Yale liegt mit 9,5 % p.a. (FY2005–FY2024) deutlich unter Swensens historischer Bestmarke.

Verbindung zum GPFG: Swensen ist die wichtigste institutionelle Kontrastfolie zum GPFG. Gleicher Zeithorizont, gegenteiliger Weg: Alpha-Jäger gegen Beta-König. Wer beide versteht, begreift das gesamte Spektrum institutionellen Investierens. Der GPFG beweist, dass exzellente Langfristrenditen auch ohne Swensens Komplexität möglich sind.

Charlie Munger (1924–2023)

Vizepräsident Berkshire Hathaway · Meister der Inversion

Charlie Munger war über Jahrzehnte intellektueller Partner Warren Buffetts bei Berkshire Hathaway. Bekannt für sein System mentaler Modelle und vor allem für die Methode der Inversion: Statt zu fragen, was zum Erfolg führt, frage zuerst, was zum Scheitern führt, und vermeide das systematisch.

Verbindung zum GPFG: Die Inversion-Analyse des GPFG ist verblüffend klar. Das Dümme wäre: in Krisen zu verkaufen, politischem Druck nachzugeben und teures aktives Management zu betreiben. Das GPFG vermeidet genau das durch institutionelles Design. Munger hätte gesagt: „Natürlich. Kehrt das Problem um. Immer.“

Warren Buffett (geb. 1930)

Vorsitzender Berkshire Hathaway · Bekanntester Investor der Geschichte

Warren Buffett baute Berkshire Hathaway über sechs Jahrzehnte zu einem der wertvollsten Unternehmen der Welt auf. Sein Grundprinzip: hervorragende Unternehmen zu fairen Preisen kaufen und den Zinseszins nie unterbrechen. Seine Lieblingshalteperiode: für immer.

Verbindung zum GPFG: Buffett hat wiederholt erklärt, dass ein einfacher Aktienindexfonds für die meisten Anleger die beste Wahl ist. Der GPFG setzt genau das institutionell um, mit einer entscheidenden Erweiterung: nicht nur halten, sondern permanentes Kapital ohne Verkaufsdruck. Buffetts „Forever“-Prinzip als Staatsfonds-Architektur.

William Sharpe (geb. 1934)

Nobelpreisträger 1990 · Entwickler des CAPM und der Sharpe Ratio

William Sharpe ist Ökonom an der Stanford University und erhielt 1990 den Wirtschaftsnobelpreis für das Capital Asset Pricing Model (CAPM). Sein Aufsatz „The Arithmetic of Active Management“ (1991) bewies mathematisch: Da aktive Manager zusammen den Markt darstellen, müssen sie vor Kosten im Durchschnitt Marktrendite erzielen. Nach Kosten liegen sie systematisch darunter.

Verbindung zum GPF: Die Sharpe Ratio ist eine der Kernmetriken, an der NBIM seine risikoadjustierte Performance misst. Sharpes Arithmetik erklärt strukturell, warum der GPF keinen aktiven Alpha-Anspruch hat und trotzdem das richtige Modell für seine Größe ist. Kostenvorteil multipliziert mit Zeit ergibt den Renditevorteil.

Harry Markowitz (1927–2023)

Wirtschaftsnobelpreisträger 1990 · Begründer der Modernen Portfoliotheorie

Harry Markowitz veröffentlichte 1952 seinen prägenden Aufsatz „Portfolio Selection“ und begründete damit die Moderne Portfoliotheorie (MPT). Sein zentraler Beitrag: Nicht die Rendite einer einzelnen Anlage entscheidet über den Portfolioerfolg, sondern das Zusammenspiel aller Positionen. Diversifikation ist kein Kompromiss, sondern die einzige risikolose Rendite im Kapitalmarkt.

Verbindung zum GPF: Die globale Streuung über 7.201 Unternehmen in 68 Ländern ist Markowitz' Efficient Frontier im institutionellen Maßstab. Das 70/30-Verhältnis zwischen Aktien und Anleihen, das mechanische Rebalancing, die Vermeidung von Klumpenrisiken: All das ist angewandte Portfoliotheorie. Markowitz lieferte das mathematische Fundament; Norwegen baute darauf die größte praktische Umsetzung der Geschichte.

Paul Samuelson (1915–2009)

Wirtschaftsnobelpreisträger 1970 · Intellektueller Vater des passiven Investierens

Paul Samuelson war einer der einflussreichsten Ökonomen des 20. Jahrhunderts. 1974 veröffentlichte er den Aufsatz „Challenge to Judgment“, in dem er argumentierte, dass kein aktiver Portfoliomanager den Markt systematisch schlagen kann, und forderte direkt die Gründung eines Indexfonds. John Bogle las diesen Text und gründete zwei Jahre später Vanguard.

Verbindung zum GPF: Samuelson ist der intellektuelle Urahn der passiven Investmentphilosophie. Sein mathematischer Beweis, dass aktives Management nach Kosten systematisch unterliegen muss, ist die theoretische Grundlage für den GPF-Ansatz. Was Samuelson 1974 forderte, hat Norwegen im staatlichen Maßstab

realisiert, dreißig Jahre nachdem Bogle den ersten Schritt für Privatanleger gemacht hatte.

Andrew Ang (geb. 1971)

Professor an der Columbia Business School · Leiter der externen NBIM-Überprüfung 2014

Andrew Ang ist einer der führenden Forscher im Bereich Factor Investing und lehrt an der Columbia Business School. 2014 leitete er im Auftrag des norwegischen Finanzministeriums gemeinsam mit Michael Brandt (Duke University) die bisher gründlichste unabhängige Analyse der NBIM-Verwaltungsleistung. Die Studie gilt als Referenzwerk für die Bewertung passiv-marktbreiter Staatsfonds.

Verbindung zum GPF: Ang ist die einzige Persönlichkeit dieser Liste mit einer direkten, namentlichen Verbindung zum Fonds selbst. Die Ang-Studie (2014) zeigte, dass NBIMs aktives Alpha nicht aus Stockpicking stammt, sondern aus systematischen Faktor-Expositionen (Value, Quality, Low Volatility) und antizyklischem Rebalancing. Damit lieferte Ang dem GPF eine wissenschaftliche Erklärung seiner eigenen Stärken und empfahl gleichzeitig, das aktive Budget zu erhöhen, weil NBIM nachweislich Mehrwert innerhalb des bestehenden Rahmens erzielt hatte.

Peter L. Bernstein (1919–2009)

Wirtschaftshistoriker · Gründer und Herausgeber des Journal of Portfolio Management

Peter L. Bernstein war einer der einflussreichsten Wirtschaftshistoriker des 20. Jahrhunderts. Mit *Against the Gods: The Remarkable Story of Risk* (1996) schrieb er die umfassendste Intellectual History des Risikodenkens: von Pascal und Bernoulli über Gauss und Bachelier bis zu Markowitz und Black-Scholes. Als Gründer des *Journal of Portfolio Management* und Berater für institutionelle Investoren über Jahrzehnte verband er akademische Tiefe mit kapitalmarktnaher Praxis.

Verbindung zum GPF: Bernstein liefert den intellektuellen Rahmen, innerhalb dessen der GPF verständlich wird. Was Markowitz 1952 mathematisch begründete, ist das Ergebnis eines 400-jährigen Erkenntnisprozesses, den Bernstein

beschrieben hat: der Nachweis, dass globale Diversifikation keine Intuition ist, sondern mathematische Verlässlichkeit. Dass ein Fonds wie der GPFG in über 7.000 Unternehmen aus 68 Ländern investiert, ist nicht Größe um der Größe willen, sondern die institutionelle Konsequenz aus ebendiesem Erkenntnisprozess.

Kostenvergleich

Abbildung 6: Gesamtkostenquote (TER) im Vergleich. Der GPFG mit 0,04 % ist 50x günstiger als ein aktiver Fonds. Quelle: NBIM Annual Report 2025, Morningstar.

QUELLEN

- Yale Investments Office: The Yale Endowment FY 2025. New Haven: Yale University, 2025. news.yale.edu/2025/10/24/yale-reports-investment-return-fiscal-2025
- World Economic Forum (2025): Global Risks Report 2025. Cologne/Geneva: WEF.
- OECD (2024): Pension Markets in Focus 2024. Paris: OECD Publishing.
- Global SWF (globalswf.com): AUM-Rankings and Sovereign Wealth Fund Comparisons. April 2026.
- GPIF (2024): Annual Report 2024 – Government Pension Investment Fund Japan.
- Norges Bank Investment Management (NBIM): Annual Report 2025. Oslo.
- Ang, A.: Asset Management – A Systematic Approach to Factor Investing. Oxford University Press, 2014.

Learnings

Welche universellen Prinzipien sind dem GPFM-Modell inhärent, und welche Lernergebnisse lassen sich daraus für unterschiedliche Anlegergruppen ableiten? Dieses Kapitel beantwortet diese Frage in einer zweigeteilten Struktur: Zunächst werden vier Prinzipien herausgearbeitet, die unabhängig von Fondsgröße, nationalem Kontext und institutionellem Rahmen Gültigkeit besitzen, darunter die Bedeutung des Zeithorizonts für die Risikowahrnehmung, Kostenminimierung als einziger sicherer Renditefaktor, Passivität als vollwertige Strategie im Sinne der verhaltensökonomischen Forschung sowie Einfachheit als das gereifte Ergebnis eines langen Erkenntnisprozesses. Anschließend werden diese Prinzipien für institutionelle Anleger, Privatpersonen und Unternehmer:innen konkretisiert, weil dieselbe Erkenntnis je nach Anlagekontext eine andere operative Konsequenz trägt.

Kernfrage dieser Sektion

Welche universellen Prinzipien sind dem GPFM-Modell inhärent, und welche Lernergebnisse lassen sich daraus für unterschiedliche Investorengruppen ableiten?

Die vorangehenden Kapitel haben das norwegische Modell in seiner historischen Entstehung, institutionellen Architektur, ESG-Struktur und empirisch messbaren Wirkung analysiert. Dieser Abschnitt richtet die Perspektive auf eine weiterführende Frage: Welche Erkenntnisse sind strukturell verallgemeinerbar, unabhängig von Fondsgröße, nationalem Kontext und institutionellem Rahmen des GPFG?

Die Analyse folgt einer zweigeteilten Struktur. Zunächst werden vier universelle Prinzipien herausgearbeitet, die dem Modell in seiner Tiefe zugrunde liegen und auf andere Anlagerahmen übertragbar sind. Anschließend werden diese Prinzipien für unterschiedliche Investorengruppen konkretisiert: für institutionelle Anleger, die nach einer Governance-Blaupause suchen, für Privatpersonen, die die strukturellen Erfolgsmerkmale des Fonds in ihren eigenen Anlagerahmen überführen wollen, und für Unternehmer:innen, für die das Modell eine konkrete unternehmerische Analogie bereithält. Dieselbe Erkenntnis trägt je nach Anlagekontext eine andere operative Konsequenz, weshalb die nach Zielgruppen getrennte Betrachtung nicht nur sinnvoll ist, sondern analytisch notwendig.

1. Die universellen Prinzipien

Vier Lernpunkte, die unabhängig von Zielgruppe, Kapital und Lebenssituation gelten.



Abb. 24 · Die vier universellen Prinzipien des Modells
Eigene Darstellung

Die Visualisierung verdichtet die vier Prinzipien auf jeweils eine Kernkennzahl, die das Prinzip empirisch greifbar macht: 50+ Jahre Anlagehorizont, 0,04 % Managementkosten, 0 Verkäufe in den großen Krisen, eine 70/30-Allokation. Diese vier Zahlen sind keine separaten Erkenntnisse, sondern Ausdruck eines geschlossenen Wirkprinzips. Der lange Zeithorizont schafft die Voraussetzung dafür, dass Passivität rational ist. Passivität schafft die Voraussetzung dafür, dass extreme Kostendisziplin überhaupt möglich wird. Niedrige Kosten und Passivität wiederum erzwingen Einfachheit als Designprinzip. Wer das Modell adaptiert, übernimmt nicht einzelne Bausteine, sondern eine in sich konsistente Architektur, in der jeder Baustein die anderen drei trägt.

Munger-Linse: Charlie Munger empfiehlt, jedes Problem umzudrehen: „Invert, always invert.“ Damit stellt sich die Frage: Was würde ein schlechter Staatsfonds tun? Wenn man diese beantwortet, weiß man, was man auf keinen Fall machen sollte und macht genau das Gegenteil.

Ein schlechter Staatsfonds würde:

- politische Eingriffe erlauben
- intransparent agieren
- hohe Kosten tolerieren
- kurzfristig verkaufen
- den Heimatmarkt übergewichten
- Governance hinter Rendite stellen

Das GPFG hat jede dieser Fallen institutionell verbaut und Maßnahmen eingeleitet, damit diese typischen Fehler systematisch ausgeschlossen werden.

Zeithorizont definiert alles andere.

Als das norwegische Parlament 1998 beschloss, die Öleinnahmen vollständig in den Fonds einzuspeisen und nicht für laufende Staatsausgaben zu verwenden, war das in seiner Konsequenz keine administrative, sondern eine grundlegende Entscheidung. Der Fonds wird für künftige Generationen angelegt, nicht für das nächste Haushaltsjahr, nicht in der Krise und nicht unter dem Druck kurzfristiger politischer Interessen. Ein Zeithorizont von mehreren Jahrzehnten verändert die Risikowahrnehmung grundlegend: Was kurzfristig als Verlust erscheint, verwandelt sich langfristig in eine Kaufgelegenheit, und Volatilität verliert ihre bedrohliche Wirkung für diejenigen, die sie strukturell aushalten können. Empirisch gilt: Aktien liefern über Jahrzehnte eine deutliche Risikoprämie gegenüber anderen Anlageklassen und dienen als struktureller Inflationsschutz, solange der Anleger den Zeithorizont nicht vorzeitig abbricht. Dass Norwegen diesen Zeithorizont durch Gesetz und demokratischen Konsens institutionell verankert hat, ist das Fundament von Governance: Wer das auch privat oder im Rahmen einer treuhändischen Funktion einhalten will, braucht ein funktionales Äquivalent dazu, eine selbst auferlegte Regelstruktur, die verhindert, dass kurzfristige Marktbewegungen den langfristig angelegten Anlagehorizont einseitig verkürzen.

Kosten sind der einzige sichere Renditefresser.

Während zukünftige Renditen von Marktentwicklungen abhängen, die sich strukturell nicht prognostizieren lassen, entfalten Kosten ihre Wirkung mit einer Verlässlichkeit, die keine Marktprognose erfordert: Sie fallen in jedem Berichtszeitraum unabhängig von der Portfolioentwicklung, und der Zinseszinsseffekt

wirkt auch hier, allerdings in negativer Richtung. Bei einem Vergleich zwischen der Gesamtkostenquote des GPFG von 0,04 % und dem Branchendurchschnitt aktiv verwalteter Fonds von rund 1,5 % lässt sich dieser Effekt quantifizieren: Bei EUR 1 Mio. investiertem Kapital über 30 Jahre entsteht ein siebenstelliger Vermögensunterschied, der ausschließlich auf das Kostendelta zurückzuführen ist, ohne jede Abhängigkeit von Marktbewegungen oder Investitionsentscheidungen. Empirisch gilt: Kostendisziplin ist die einzige Stellgröße im Portfoliomanagement, die mit annähernd vollständiger Prognosesicherheit in eine Renditeverbesserung übersetzt werden kann. Dass der GPFG diese Disziplin durch laufende Messung, öffentliche Ausweisung und zentrale Steuerung institutionell verankert hat, ist das Fundament struktureller Kostenkontrolle: Wer das auch privat oder im Rahmen einer treuhändischen Funktion umsetzen will, braucht zunächst vollständige Transparenz über alle Portfoliokosten, von der TER der einzelnen Bausteine bis zu Transaktions- und Beratungsgebühren, denn was nicht gemessen wird, lässt sich nicht steuern.

Passivität ist eine vollwertige Strategie.

Die verhaltensökonomische Forschung belegt konsistent, dass die teuersten Fehler im Portfoliomanagement nicht durch schlechte Titelauswahl entstehen, sondern durch Aktivität zur falschen Zeit. Dabei geht es nicht um ein analytisches Versagen in ruhigen Märkten, nicht um fehlendes Fachwissen und nicht um mangelnde Disziplin, sondern um kognitive Verzerrungen, die in Stressphasen systematisch zu unnötigen Umschichtungen, panikgetriebenen Verkäufen und Market-Timing-Versuchen führen, deren Nettoeffekt in der überwiegenden Mehrheit der Fälle negativ ist. Bei einer Governance-Struktur, die reaktives Handeln institutionell ausschließt, ist diese Fehlerquelle von vornherein ausgehebelt: Passivität ist im GPFG keine Strategie der Resignation, sondern des bewussten Verzichts auf die kostspieligen Handlungsimpulse, die Verhaltensökonomien als systematisch renditefeindlich identifiziert haben. Empirisch gilt: Portfolios, die in Krisenphasen strukturell unverändert bleiben, übertreffen in der überwiegenden Mehrheit der untersuchten Zeiträume diejenigen, die aktiv angepasst wurden, gemessen an der Nettorendite nach Kosten und Transaktionsgebühren. Dass der GPFG diesen Verzicht auf reaktives Handeln durch Mandatsstruktur und Gesetz institutionell verankert hat, ist das Fundament verhaltensökonomischer Konsequenz: Wer das auch privat oder im Rahmen einer treuhändischen Funktion einhalten will, braucht

ein funktionales Äquivalent dazu, eine selbst auferlegte Regelstruktur, die verhindert, dass kurzfristige Marktereignisse langfristige Anlageentscheidungen systematisch korrumpieren.

Historische Warnung: LTCM 1998

Das stärkste historische Gegenbeispiel zu Prinzip ③ ist Long-Term Capital Management. Der Hedgefonds wurde 1994 von John Meriwether gegründet und hatte mit Myron Scholes und Robert Merton zwei Nobelpreisträger im Team, deren Optionspreismodell 1997 ausgezeichnet worden war. LTCM setzte auf mathematisch modellierte Arbitrage-Strategien, die auf historischen Korrelationsdaten beruhten und in vier Jahren außerordentliche Renditen lieferten.

1998 kollabierte der Fonds innerhalb weniger Wochen. Die Ursache war kein analytisches Versagen, sondern ein grundlegendes Missverständnis der Modellgrenzen: LTCM-Modelle beschrieben das Marktverhalten der Vergangenheit und setzten voraus, dass Stress- und Normalphasen dieselben Korrelationsstrukturen aufweisen. Als Russland seinen Staatsschulden-Default ankündigte und globale Liquidität schlagartig versiegte, wurden veränderten sich sämtliche Modellannahmen gleichzeitig. Und das wiederum führte zu systematisch falschen Annahmen von LTCM. Die US-Notenbank musste eine geordnete Abwicklung koordinieren, um einen systemischen Kollaps zu verhindern.

Die Erkenntnis, auf die dieser Fall immer wieder zurückführt, hat Peter Bernstein in *Against the Gods* präzise formuliert: Modelle beschreiben die Vergangenheit, während Märkte kein Gedächtnis haben. Wer Passivität auf Modellvertrauen statt auf institutionelle Regelstruktur gründet, trägt dieselbe strukturelle Verwundbarkeit wie LTCM. Norwegen hat diese Konsequenz gezogen, indem es keine besseren Modelle entwickelte, sondern eine Governance-Architektur baute, die reaktives Handeln institutionell ausschließt.

Einfachheit und eine klar definierte Investmentstrategie

Was auf den ersten Blick wie ein schlichtes Modell erscheint, ist das Ergebnis jahrzehntelanger Analyse, externer Gutachten, parlamentarischer Debatten und iterativer Korrekturen: Eine globale 70/30-Allokation, minimale Kosten und der konsequente Verzicht auf taktische Eingriffe sind nicht der Ausgangspunkt, sondern

das gereifte Ergebnis eines langen Erkenntnisprozesses. Ein klar definierter Governance-Rahmen und eine präzise formulierte Investmentstrategie sind dabei keine nachgelagerten Details, sondern wesentliche Eckpfeiler des Modells selbst. Bei einem systematischen Vergleich aktiver und passiver Anlagestrategien über lange Zeiträume zeigt die akademische Evidenz konsistent, dass Einfachheit nach Kosten in der überwiegenden Mehrzahl der Fälle besser abschneidet als Komplexität, nicht weil aktives Management prinzipiell unterlegen ist, sondern weil seine Kosten die erzielbare Mehrrendite strukturell aufzehren. Empirisch gilt: Wer Einfachheit als Defizit oder Kompromiss betrachtet, verkennt, dass das GPFG-Modell nicht trotz, sondern wegen seiner Einfachheit zu den bestdokumentierten Anlagemodellen der institutionellen Welt zählt. Dass der GPFG diese Einfachheit als Zielpunkt und nicht als Ausgangspunkt institutionell verankert hat, ist das Ergebnis eines generationenübergreifenden Lernprozesses: Wer das auch privat oder im Rahmen einer treuhändischen Funktion umsetzen will, braucht keine höhere Komplexität, sondern die Bereitschaft, empirisch erprobten Prinzipien auch dann zu vertrauen, wenn kurzfristige Marktphasen nach aktivem Eingreifen zu verlangen scheinen.

Anwendung der vier Prinzipien nach Anlegergruppe
 Dieselben Prinzipien, unterschiedliche operative Umsetzung.

Prinzip	Institutionell	Unternehmer:in	Privatperson
Zeithorizont	30+ Jahre Asset-Liability-Matching	10–20 Jahre Holding-Period	Lebenszeit-Horizont
Kostenminimierung	Direktinvestments + Skaleneffekte	ETF-Kerne + selektive Picks	Index-ETFs als Basis
Passivität	Benchmark-Tracking, kleines Alpha-Budget	Buy-and-Hold der Kernpositionen	Sparplan auf Welt-Index
Einfachheit	Klare Mandatsstruktur	70/30-Allokation Modell-GPFG	1–3 Welt-ETFs reichen

Abb. 25 · Anwendung der Prinzipien nach Anlegergruppe

Eigene Darstellung

Die Grafik gibt eine Übersicht der drei zielgruppenspezifischen Übersetzungen, bevor die folgenden Abschnitte sie im Einzelnen entfalten. Sichtbar wird die strukturelle Parallelität: Jede Zielgruppe übernimmt nicht ein anderes Prinzip, sondern dieselbe Architektur in jeweils angepasster Umsetzungsform. Institutionelle Anleger benötigen eine Governance-Trennung zwischen Mandat, Strategie und Umsetzung; Privatpersonen ersetzen diese Trennung durch einen automatisierten Sparplan und ein schriftliches Verkaufsverbot; Unternehmer:innen replizieren sie über die institutionelle Trennung zwischen Betriebs- und Anlagevermögen. In allen drei Fällen ist das eigentliche Designprinzip identisch: Die Strategie wird gegen die eigene Diskretion abgesichert, bevor die Marktphase Druck erzeugen kann.

2. Learnings für Institutionelle

Das Modell als Governance-Blaupause: Was Stiftungen, Pensionskassen und institutionelle Anleger direkt übernehmen können.

Kaum ein institutionelles Anlagemodell ist so umfassend dokumentiert und in seiner Entwicklung so lückenlos nachvollziehbar wie der GPFG. Für institutionelle Anleger bietet er deshalb mehr als einen Referenzmaßstab: Jede strukturelle Entscheidung ist schriftlich begründet, jede Fehlerkorrektur im Nachhinein analysiert, jede Weiterentwicklung durch externe Gutachten begleitet. Das macht ihn zu einer Governance-Bibliothek, aus der sich direkt übertragbare Prinzipien ableiten lassen.

Learning 1: Die Governance-Dreischicht als Schutzprinzip

Das Modell folgt einer klaren Trennung von Mandat, Strategie und Umsetzung: Das Storting beschließt den gesetzlichen Rahmen, das Finanzministerium legt die strategische Ausrichtung fest, und NBIM setzt sie als operativer Manager um, ohne dass eine der übergeordneten Ebenen in einzelne Investitionsentscheidungen eingreift. Diese Dreischicht ist kein administratives Detail, sondern ein Schutzmechanismus gegen den systemischen Fehler, der entsteht, wenn politischer Entscheidungsdruck und operativer Investitionsrahmen in denselben Institutionen zusammentreffen. Für institutionelle Anleger, die eine analoge Struktur anstreben, lässt sich das Prinzip unmittelbar übertragen: Ein Vorstand oder Kuratorium beschließt die Anlagestrategie, ein Anlageausschuss übersetzt sie in Richtlinien, ein

externer Asset Manager setzt sie um, und die Trennlinie zwischen strategischer Entscheidung und operativer Umsetzung bleibt institutionell gewahrt.

Learning 2: Die 3%-Entnahmeregel als Nachhaltigkeitstest

Der Schwellenwert von 3 % ist keine willkürlich gewählte Zahl, sondern entspricht näherungsweise der langfristig erwarteten Realrendite eines breit diversifizierten Aktienportfolios: Wer dauerhaft nicht mehr entnimmt als das Kapital real erwirtschaftet, erhält die Substanz langfristig und sichert damit die Kontinuität des Fonds über Generationen. Für eine Stiftung mit EUR 50 Mio. Fondsvermögen bedeutet diese Logik eine dauerhafte jährliche Entnahme von EUR 1,5 Mio. ohne Kapitalverzehr; eine Institution mit EUR 200 Mio. kann entsprechend EUR 6 Mio. entnehmen, unabhängig davon, ob das Berichtsjahr gut oder schlecht war. Das institutionelle Kontrastbeispiel zeigt die strukturelle Gegenlogik: Wer in starken Kapitalmarktphasen die Ausschüttungen hochhält und dabei in die Substanz greift, folgt implizit einer Entnahmequote zwischen 5 und 7 %, was auf lange Sicht einer stillen Selbstauszehrung des Kapitalstocks entspricht.

Learning 3: ESG als Risikoarchitektur, nicht als Reporting-Pflicht

Der Etikkrådet-Ansatz des GPFG steht für etwas, das in der europäischen ESG-Debatte selten in dieser Klarheit formuliert wird: ESG als Instrument des Kapitalschutzes und nicht als Reaktion auf Regulierungsanforderungen. Ausschlüsse werden nicht aus kommunikativen Gründen beschlossen, sondern weil bestimmte Geschäftsmodelle auf lange Sicht strukturelle Risiken tragen, die sich in keinem Diversifikationsrahmen vollständig neutralisieren lassen. Die entscheidende Frage für institutionelle Anleger ist daher nicht, ob eine Ausschlussliste existiert, sondern ob der Prozess vorhanden ist, der sie legitim und nachvollziehbar macht. Das setzt klare Ausschlusskriterien voraus, öffentlich dokumentiert und von einem unabhängigen Gremium beschlossen, das weder dem Verkaufsdruck der Manager noch dem Reputationsdruck der Öffentlichkeit ausgesetzt ist.

Learning 4: Kostendisziplin ist eine Governancefrage

Eine Gesamtkostenquote von 0,04 % bei einem Fonds dieser Größe ist nicht das Ergebnis günstiger Marktbedingungen, sondern einer klaren institutionellen

Entscheidung: Kosten werden zentral kontrolliert, kontinuierlich gemessen und vollständig öffentlich ausgewiesen, weil das, was nicht gemessen wird, strukturell nicht gesteuert werden kann. Für institutionelle Anleger bedeutet das als übertragbares Prinzip: Wer fundierte Allokationsentscheidungen treffen will, braucht vollständige Transparenz über alle Portfoliokosten, über TER der einzelnen Bausteine ebenso wie über Transaktionskosten, Performancegebühren und Beratungskosten. Der verbreitete institutionelle Fehler liegt darin, dass viele Anleger die Rendite ihrer Manager auf drei Nachkommastellen kennen, die tatsächlichen Gesamtkosten des Portfolios aber nicht, und damit die Steuerungsfähigkeit in einem der wenigen kontrollierbaren Renditefaktoren strukturell preisgeben.

Learning 5: Heimatmarktbias institutionell neutralisieren

Dass der GPFG per Gesetz ausschließlich im Ausland investiert, klingt auf den ersten Blick wie eine politische Entscheidung, ist in seiner Konsequenz aber eine der systematischsten Risikoentscheidungen des Modells: Norwegen schützt seine Vermögensbasis strukturell vor dem Klumpenrisiko im eigenen Markt, indem es den Heimatmarktbias nicht durch Richtlinien begrenzt, sondern institutionell auf null setzt. Für institutionelle Anleger im DACH-Raum ist die Relevanz unmittelbar: Wer heimische Staatsanleihen als risikolosen Anker übergewichtet und gleichzeitig einen erheblichen Anteil des Aktienportfolios in deutschsprachigen Märkten hält, hat möglicherweise nie bewusst eine Heimatmarktentscheidung getroffen, aber faktisch eine getroffen. Die Messung des tatsächlichen DACH-Anteils im Gesamtportfolio ist daher nicht nur ein technischer Schritt, sondern eine notwendige Voraussetzung: Wer nicht weiß, wie stark sein Portfolio heimatmarktkonzentriert ist, hat keine Grundlage, diesen blinden Fleck zu steuern.

3. Learnings für Privatpersonen

Hinweis zur deutschsprachigen Praxisübersetzung: Wer die institutionelle Logik des GPFG-Modells für die eigene private Vermögensbildung konkret umsetzen möchte, findet in Clemens Bomsdorfs „So werden Sie reich wie Norwegen“ (Campus Verlag 2018) und im Folgewerk „So einfach werden Sie reich“ (2020) die wohl konsequenteste Übersetzung der norwegischen Erfolgsprinzipien in eine praktische Anleger-Anleitung des deutschsprachigen Raums. Bomsdorfs Kernargument läuft

darauf hinaus, dass ein einziger breit gestreuter Welt-Aktien-ETF mit niedriger Gesamtkostenquote die strukturellen Erfolgsmerkmale des Fonds, also Diversifikation, Kostenminimierung und langer Anlagehorizont, bereits weitgehend abbildet. Diese Übersetzung ist im Kern korrekt, blendet aber einen entscheidenden institutionellen Schutzmechanismus aus, den der GPFG durch sein Mandat besitzt und den ein Privatanleger funktional ersetzen muss: die strukturelle Unmöglichkeit, im Krisenfall reaktiv zu verkaufen. Was der norwegische Staat durch staatsrechtliche Verankerung sichert, muss ein Privatanleger durch Sparplan-Automatismus, schriftliche Anlagepolitik oder externe Begleitung selbst herstellen.

Gleiche Prinzipien, andere Ausgangssituation: Das GPFG-Modell ist nicht exklusiv.

Obwohl der GPFG mit einem Fondsvolumen von über EUR 1,8 Billionen zu den größten institutionellen Anlagefonds der Welt zählt, sind die Prinzipien, auf denen er basiert, nicht an Fondsgröße gebunden, sondern an Verhalten. Der Fonds zeigt nicht, was mit enormen Mitteln möglich ist, sondern was mit Disziplin, konsequentem Sparbeitrag und Kostenbewusstsein über lange Zeiträume erreichbar ist, und das unabhängig davon, wie hoch der Ausgangsbetrag ist.

Learning 1: Früh starten ist wichtiger als viel einzahlen.

Das schönste GPFG-Gedankenexperiment für Privatpersonen: ein Depot, das bei der Geburt eines Kindes eröffnet und 18 Jahre lang bespart wird. Bei EUR 100/Monat und 6 % p.a. sind das nach 18 Jahren rund EUR 38.000. Bei EUR 200/Monat rund EUR 76.000. Das entscheidende Wort ist nicht „wie viel“. Es ist „wann“. Der Zinseszinsseffekt arbeitet nur für diejenigen, die ihn früh genug anfangen lassen.

→ Norwegen-Parallele: Der GPFG wurde nicht groß wegen besonderer Klugheit, sondern weil er früh begann, diszipliniert einspeiste und nie abbrach. Genau das kann jede Privatperson replizieren.

Learning 2: Kosten treffen Privatanleger:innen am härtesten.

(EUR 200/Monat · 30 Jahre · 6 % Bruttorendite p.a. · Verwaltungskosten monatlich abgezogen · 360 Beiträge)

TER	Anbieter-Typ	Endvermögen (ca.)
0,15 %	ETF	EUR 195.000
1,50 %	Aktiver Fonds	EUR 152.000

Differenz

EUR 43.000

EUR 43.000 Unterschied, der allein aus dem Kostendelta entsteht. Fast 18 Jahresbeiträge, die der Kostenunterschied auffrisst, ohne dass der Markt schlechter lief und ohne dass eine falsche Entscheidung getroffen wurde.

→ Die Konsequenz: Günstiger ist nicht dasselbe wie schlechter. Bei Indexfonds ist es meistens das Gegenteil.

Learning 3: Automatisierung ersetzt Disziplin.

Das GPFG hat seine Pflichteinzahlung gesetzlich verankert. Privatpersonen können dasselbe strukturell nachbauen: ein Dauerauftrag am ersten Banktag des Monats, der einen fixen Betrag vor jeder anderen Ausgabe ins Depot überweist. Nicht was am Monatsende übrig bleibt. Was zu Beginn festgelegt wurde.

→ Die Wirkung: Automatisierung ist kein Komfort-Feature. Sie ist das einzige zuverlässige Mittel gegen den stärksten Feind des Langzeitinvestors: sich selbst.

Learning 4: Die psychologische Hauptaufgabe ist keine Finanzfrage.

Der GPFG kann sich die Entnahme gesetzlich verbieten. Privatpersonen können das nicht. Die wichtigste Kompetenz ist daher nicht Finanzwissen, sondern Verhaltenssteuerung: keine tägliche Depotbeobachtung, kein Umschichten in Krisen, keine Reaktion auf Schlagzeilen.

→ Das härteste Szenario: Eine Marktkorrektur von 30 % fühlt sich bei EUR 100.000 Depot wie EUR 30.000 Verlust an. Bei EUR 500.000 sind es EUR 150.000. Wer in diesem Moment verkauft, hat nicht schlecht investiert. Er hat einen Anlagehorizont von zehn Jahren auf sechs Monate verkürzt.

Learning 5: Die 3-%-Regel als persönliche Freiheitszahl.

Norwegen entnimmt langfristig rund 3 % seines Fondsvermögens, orientiert an der erwarteten Realrendite. Das Kapital bleibt strukturell erhalten und wächst real weiter, solange die Marktrendite oberhalb der Entnahmerate liegt. Auf Privatebene übersetzt: EUR 500.000 Depot \times 3 % = EUR 15.000 jährlich. EUR 1 Mio. \times 3 % = EUR 30.000. Wer auf diesem Niveau angekommen ist und die Regel einhält, kann sein Kapital nie aufbrauchen.

→ Das Ziel dahinter: Kein Pensionssystem der Welt ist verlässlicher als ein eigener Kapitalstock, der nach dieser Logik bewirtschaftet wird. Die 3-%-Zahl ist keine abstrakte Grenze. Sie ist eine Freiheitszahl.

4. Learnings für Unternehmer:innen

Die Ölquelle-Analogie: Dein Unternehmen ist deine Ölquelle. Die Frage ist, was du damit machst.

Norwegen hatte Öl. Du hast ein Unternehmen. Beides ist endlich, beides erzeugt Cashflow, beides kann in dauerhaftes Produktivkapital umgewandelt werden, wenn man es systematisch tut.

Learning 1: Das 100 %-Prinzip

Norwegen investiert 100 % seiner Öleinnahmen. Nicht was übrig bleibt. Nicht einen guten Anteil. 100 %.

→ Persönliche Version: Leg einen fixen Prozentsatz deines Nettogehalts / deiner Gewinnausschüttung vor jeder anderen Ausgabe weg. Nicht am Monatsende, was übrig ist. Am Monatsanfang, was sein muss.

Learning 2: Die 3 %-Entnahmeregel als Privatprinzip

Norwegen entnimmt max. 3 % des Fondsvermögens pro Jahr, also weniger als die erwartete Realrendite. Das Kapital bleibt erhalten und wächst real weiter.

→ Persönliche Version: EUR 500.000 Depot \times 3 % = EUR 15.000 jährlich. EUR 1 Mio. \times 3 % = EUR 30.000. Wer auf diesem Niveau angekommen ist und die Regel einhält, kann sein Kapital nie aufbrauchen.

→ Die Konsequenz: Kein Pensionssystem der Welt ist verlässlicher als ein eigener Kapitalstock, der nach dieser Logik bewirtschaftet wird.

Learning 3: Trenne Unternehmens- und Privatvermögen strukturell

Norwegen trennt Öleinnahmen strukturell vom Staatskonsum. Der Fonds existiert außerhalb des Staatshaushalts.

→ Persönliche Version: Privatvermögen in einem separaten Depot, separates Konto, getrennte Entscheidungslogik. Was ins Geschäftskonto geht, gehört dem Unternehmen. Was ins Privatdepot geht, gehört der Zukunft.

→ Warum das entscheidend ist: Wer Privatvermögen und Betriebsvermögen vermischt, hat in Krisenzeiten keine klare Trennlinie und greift auf das Falsche zurück.

Learning 4: Disziplin in Krisen ist die eigentliche Rendite

2008 verlor der GPFG -23,3 %. NBIM verkaufte nicht, 2009 stieg der Fonds um +25,6 %, und wer ausgestiegen war, verpasste den stärksten Einzeljahrgang.

→ Persönliche Version: Ein automatisierter Sparplan, der in Krisen weiterläuft, ist wertvoller als jede aktive Strategie.

Learning 5: Komplexität kostet, Einfachheit rentiert

Der komplexeste Fonds der Welt funktioniert mit 2–3 Assetklassen. Jede zusätzliche Komplexität verursacht Kosten, bindet Aufmerksamkeit und Nerven, ohne nachweisbaren Renditevorteil.

→ Persönliche Version: Zwei globale ETFs schlagen in 80 % aller Zeiträume das Portfolio des durchschnittlichen aktiven Anlegers nach Kosten.

5. Was Norwegen selbst noch lernt

Das Modell ist solide gebaut, aber kein Endpunkt.

Drei offene Fragen, die NBIM intern diskutiert und die dieses Kapitel ehrlich benennt:

Skalierungsgrenze der aktiven Eigentümerschaft: Bei 7.201 Positionen kann NBIM nicht bei jedem Unternehmen tief engagiert sein. Was bei 50 Kernbeteiligungen Wirkung hat, verliert sich in der Masse.

ESG bleibt defensiv: Keine Positivkriterien, kein Best-in-Class-Ansatz. Das ist begründet (→ Kap. 6 · ESG-Architektur), aber es ist eine Begrenzung der maximalen Wirkung.

Das Transparenz-Paradox: Vollständige Offenlegung jeder Position gibt Spekulanten Informationen über geplante Käufe und Verkäufe. NBIM hat das Problem strukturell gelöst (passiver Ansatz minimiert Market-Impact), aber es bleibt ein reales Spannungsfeld.

QUELLEN

- Fama, E. F.; French, K. R.: Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds. *Journal of Financial Economics*, Vol. 33 (1), 1993, S. 3–56.
- Markowitz, H. M.: Portfolio Selection. *Journal of Finance*, Vol. 7 (1), 1952, S. 77–91.
- Sharpe, W. F.: Capital Asset Prices – A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. *Journal of Finance*, Vol. 19 (3), 1964, S. 425–442.
- Ang, A.: *Asset Management – A Systematic Approach to Factor Investing*. Oxford University Press, 2014.
- Bogle, J. C.: *The Little Book of Common Sense Investing*. Hoboken: Wiley, 2007.
- Bernstein, P. L.: *Against the Gods – The Remarkable Story of Risk*. New York: Wiley, 1996.
- Bomsdorf, C.: *So werden Sie reich wie Norwegen*. Frankfurt: Campus Verlag, 2018 (Neuaufgabe 2020).
- Lowenstein, R.: *When Genius Failed – The Rise and Fall of Long-Term Capital Management*. New York: Random House, 2000.
- Munger, C.: *Poor Charlie's Almanack*. Donning Co., 2005.

Implikationen für Österreich

Lassen sich die Prinzipien des norwegischen Modells auf Österreich übertragen, und wenn ja, in welchen Strukturen? Dieses Kapitel diskutiert die Implikationen entlang dreier Adressaten: österreichische Vorsorgeeinrichtungen wie Pensionskassen und Wohlfahrtsfonds, Familienholdings und Stiftungen sowie Privatpersonen mit Vermögensaufbau-Verantwortung. Sichtbar wird, dass die wesentlichen Hindernisse nicht in der Methodik liegen, sondern in der politisch-institutionellen Bereitschaft, Regelbindung und Generationenhorizont über die Zyklen einzelner Legislaturperioden hinaus durchzuhalten.

Das norwegische Modell lässt sich nicht kopieren: Die Rohstoffbasis fehlt, die demografische Ausgangslage ist eine andere, und der institutionelle Pfad Norwegens seit 1990 folgt einer historischen Logik, die sich nicht replizieren lässt. Dieses Kapitel analysiert den systemischen Abstand zwischen dem GPFG und dem österreichischen Umlagesystem, benennt dessen strukturelle Ursachen und zeigt, welche Designprinzipien des Modells dennoch auf staatlicher, institutioneller und persönlicher Ebene anwendbar sind. Im Mittelpunkt steht nicht die Frage, ob Österreich einen eigenen Staatsfonds aufbauen kann, sondern welche konkreten Schritte innerhalb der bestehenden Systemarchitektur realistisch möglich sind, und was das Studium des norwegischen Modells für jeden Einzelnen bedeutet, der die Grundsicherung des Umlagesystems durch eigenverantwortliche Kapitalbildung ergänzen will.

Die Diagnose

Das norwegische Modell lässt sich nicht kopieren. Der Rohstoff fehlt, die demografische Ausgangslage ist eine andere, und der institutionelle Pfad Norwegens seit 1990 folgt einer historischen Logik, die sich nicht replizieren lässt. Wer das akzeptiert, stellt die andere Frage: Welche Designprinzipien des GPFG sind übertragbar, unabhängig von Rohstoffrenten, Fondsgröße und nationalem Kontext?

Diese Sektion beantwortet genau das. Sie ist eine Systemdiagnose, die den strukturellen Abstand benennt, seine Ursachen erklärt und zeigt, welche Prinzipien des Modells auf staatlicher, institutioneller und persönlicher Ebene anwendbar sind, auch ohne Öleinnahmen und ohne den demokratischen Konsens, den Norwegen 1990 als historischen Glücksfall hatte.

Methodisch ist der folgende Vergleich klar zu verorten: Österreichs gesetzliche Pensionsversicherung und der GPFG sind keine gleichartigen Instrumente. Das eine ist ein solidarischer Umlagesystem, das andere ein kapitalgedeckter Staatsfonds. Sie erfüllen verschiedene Funktionen für verschiedene Zielstellungen. Dieser Kontrast ist kein Gleichheitsvergleich. Er ist ein Diagnosewerkzeug, das zeigt, welche strukturellen Kapazitäten in Österreich fehlen und welche Konsequenzen das hat.

Der GPFG erfüllt dabei eine Doppelfunktion: Er ist Langfristanlage für künftige Generationen und staatliches Vorsorgeinstrument für außerordentliche Situationen zugleich. Norwegen kann im Krisenfall auf diesen Kapitalstock zurückgreifen. In der Ölpreiskrise 2016 und der Corona-Krise 2020 erhöhte Norwegen die Entnahme vorübergehend über die 3-%-Regel hinaus, um Haushaltslücken zu schließen, ohne Staatsschulden aufzunehmen. Das Umlagesystem kennt diesen Puffer per Definition nicht. Es gibt keine Reserve, auf die im Ernstfall zugegriffen werden könnte.

Der systemische Abstand

Nach eingehender Analyse des Government Pension Fund Global lässt sich über Österreich eine präzise Aussage treffen: Es gibt kein strukturelles Äquivalent. Das liegt an der Systemarchitektur, nicht an politischem Versagen.

Das österreichische Pensionssystem funktioniert als Umlagesystem: Die erwerbstätige Generation finanziert die laufenden Pensionsleistungen. Das Modell funktioniert, solange das Verhältnis zwischen Einzahlenden und Leistungsbeziehenden stabil bleibt. Der entscheidende demografische Indikator dafür ist die Altersquote. Sie misst, wie viele Personen im Pensionsalter auf je 100 Erwerbstätige kommen. Je höher der Wert, desto größer die strukturelle Belastung für das System. Die Projektionen von Statistik Austria zeigen eine eindeutige Richtung: Die Altersquote liegt heute bei rund 39. Bis 2030 steigt sie auf ca. 46, bis 2040 auf ca. 55. Das System wird teurer, während die demografische Grundlage dafür schrumpft. Ein Umlagesystem baut per Definition keinen Kapitalstock auf. Es akkumuliert keine Renditen, die künftige Leistungen strukturell absichern.

Der Unterschied zum norwegischen Modell ist in dieser Gegenüberstellung präzise messbar:

Dimension	Norwegen (GPFG)	Österreich
Vorsorgesystem	Kapitalgedeckt (100 %)	Umlagesystem (~85–90 % des Pensionsaufwands)

Staatlicher Kapitalstock	EUR 1,8 Bio. (rund 3,5-fach BIP)	Kein dedizierter Staatsfonds
WEF Resilienz-Score (von 30)	23 / Hoch	11 / Niedrig
Demografische Entwicklung	5,5 Mio. Einw., Altersquote stabil	9,1 Mio., Pensionsquote strukturell steigend
Staatsverschuldung (2025)	54,3 % BIP (Bruttoverschuldung, Maastricht)	81,5 % BIP
Politischer Planungshorizont	Generationsübergreifend	Legislaturperiodengetrieben

(Quelle: Eurostat/Statistik Austria 2025 · Trading Economics Norway 2025 · WEF Global Risks Report 2026, eigene Analyse · NBIM Annual Report 2025 · Statistics Norway 2025)

Hinweis: Die Staatsverschuldung Norwegens (54,3 % BIP per 2025, Quelle: Eurostat / Trading Economics 2025) ist auf Maastricht-Bruttobasis angegeben. Sie liegt damit deutlich unter dem österreichischen Wert, aber höher als oft angenommen, weil das norwegische Staatswesen seine Verschuldung gezielt als Liquiditätsinstrument einsetzt und nicht zur Defizitfinanzierung. Aufgrund des GPFG ist Norwegen per Saldo massiver Netto-Gläubiger: Die staatliche Nettofinanzposition beträgt rund +400 % BIP (Quelle: Statistics Norway 2025, General Government Net Financial Assets).

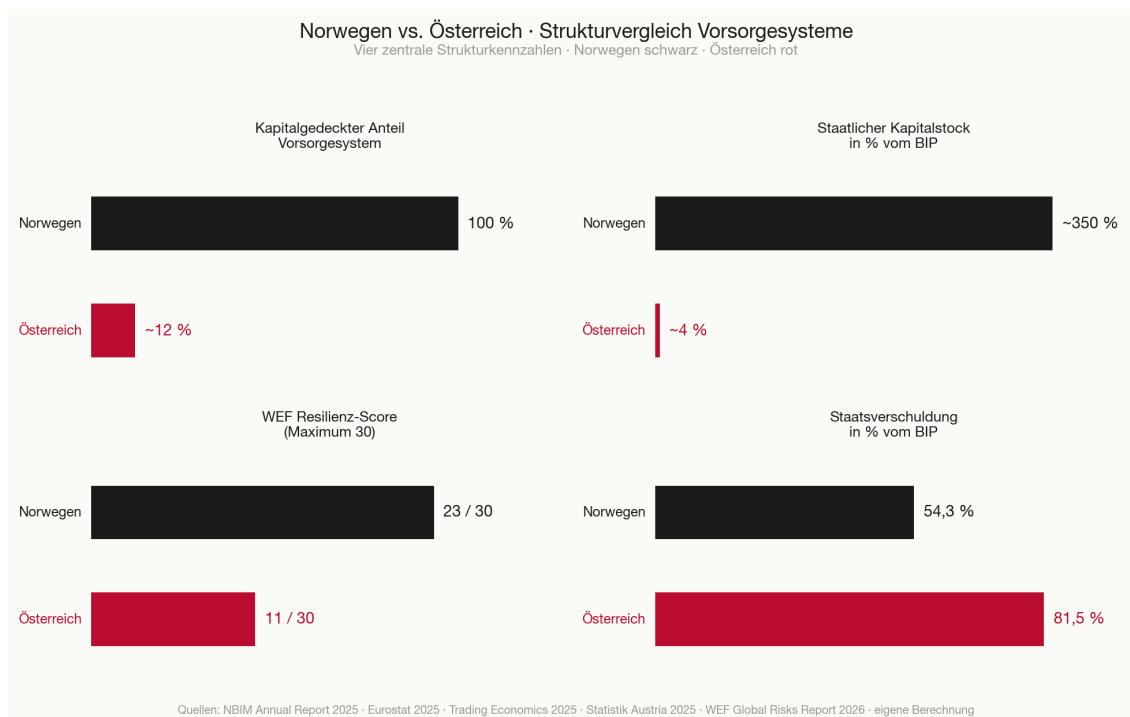


Abb. 26 · Strukturvergleich der Vorsorgesysteme Österreich und Norwegen

Daten: NBIM, Statistik Austria, OECD, Eurostat · eigene Darstellung

Die Visualisierung verdichtet vier Strukturkennzahlen, die in der Tabelle nebeneinander stehen, auf einen unmittelbaren visuellen Vergleich. Auffällig ist nicht der einzelne Wert, sondern die durchgängige Asymmetrie über alle vier Dimensionen. In den drei Kennzahlen, in denen hohe Werte vorteilhaft sind, liegt Norwegen signifikant vorne; in der einen Kennzahl, in der niedrige Werte vorteilhaft sind, liegt Österreich signifikant zurück. Diese Konsistenz erlaubt einen analytisch sauberen Schluss: Es handelt sich nicht um Einzelversagen in der einen oder anderen Politikdimension, sondern um eine systemische Differenz in der Architektur der beiden Vorsorgemodelle. Norwegens Strukturvorteil ist kein Glücksfall der Rohstoffrente, sondern die Konsequenz einer institutionell fixierten Entscheidung, diese Rente generationsübergreifend zu verwahren statt jahresweise zu verbrauchen.

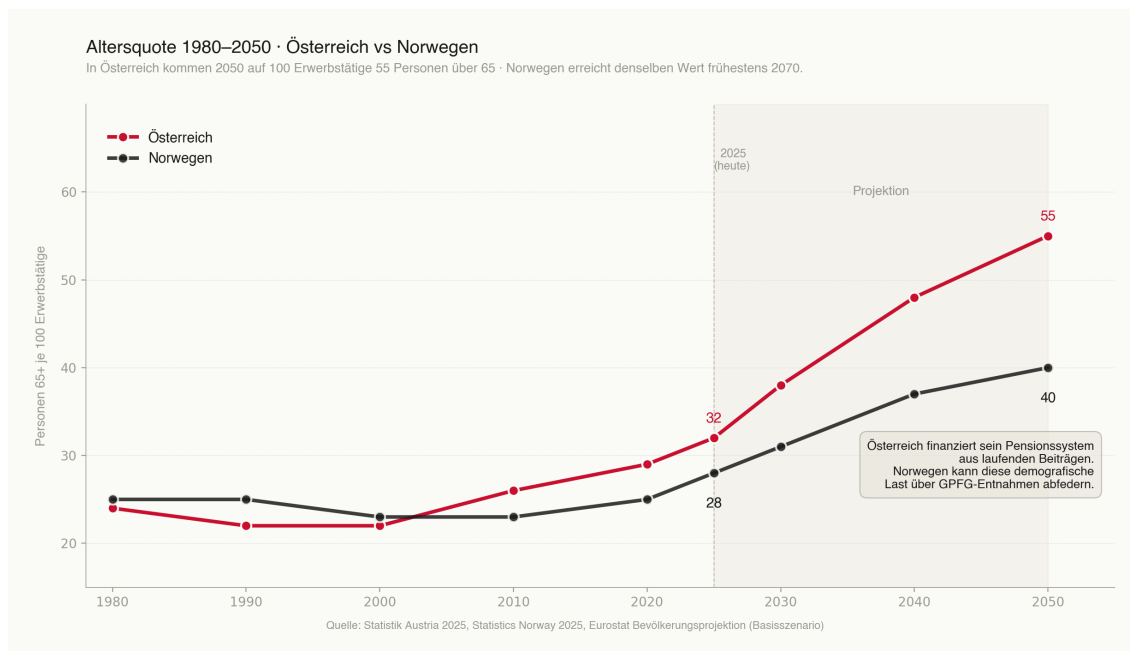


Abb. 27 · Altersquote Österreich und Norwegen bis 2050

Daten: Statistik Austria, Eurostat 2025

Die zweite Grafik zeigt die demografische Dimension, die diese Asymmetrie in den nächsten zwei Jahrzehnten weiter zuspitzt. Bis 1990 lagen Österreich und Norwegen in der Altersquote praktisch gleichauf. Ab den 2000er Jahren divergieren die beiden Kurven, und die Lücke öffnet sich strukturell. Bis 2050 erreicht Österreich einen Wert, bei dem auf jede erwerbstätige Person rund eine halbe Person im Pensionsalter kommt. Norwegen erreicht denselben Wert erst rund zwei Jahrzehnte später. Der entscheidende Punkt ist nicht die Differenz selbst, sondern wie sie absorbiert wird: Österreich muss die zusätzliche Last vollständig aus laufenden Beiträgen und Steuern decken, während Norwegen sie durch GPFG-Entnahmen abfedern kann, ohne Beitragssätze zu erhöhen oder Leistungen zu kürzen. Demografie ist nicht das Problem. Das Fehlen eines Kapitalstocks, mit dem Demografie absorbierbar wird, ist das Problem.

Der WEF-Resilienz-Score bewertet, wie widerstandsfähig ein Land gegen die zehn größten globalen Langfristrisiken des WEF Global Risks Report ist. Ein hoher Score zeigt systemische Vorsorge gegen Risiken, die in Generationenrhythmen eintreten. Ein niedriger Score zeigt deren Fehlen. Bei neun von zehn Langfristrisiken des WEF Global Risks Report 2026 weist Österreich niedrige Resilienz auf. Der Grund: Ohne langfristigen Kapitalstock lässt sich kein ESG-Mandat implementieren, und ohne

ESG-Mandat lässt sich keine systemische Resilienz gegen Langfristrisiken aufbauen. Bei sozialer Ungleichheit liegt mittlere Resilienz vor, weil das Umlagesystem eine Umverteilungsfunktion erfüllt. Bei Extremwetter, Biodiversitätsverlust, Ressourcenknappheit und Erdsystemkipppunkten landet Österreich am letzten Platz im europäischen Vergleich. Das Grundproblem ist dasselbe wie in Deutschland: Kein Kapitalstock, kein ESG-Mandat, keine strukturelle Resilienz gegen Risiken, die in Generationenrhythmen eintreten.

Das Systemarchitektur-Argument

Diese Diagnose klingt wie ein Aufruf zur vollständigen Systemumstellung auf Kapitaldeckung. Das ist sie nicht. Ein vollständiger Systemwechsel wäre operativ, fiskalisch und politisch nicht realisierbar. Selbst wenn die Bedingungen gegeben wären, würden Jahrzehnte vergehen. Zwei Generationen müssten gleichzeitig das alte System durch Beiträge stützen und das neue aufbauen. Diese Doppelbelastung lässt sich politisch nicht durchsetzen. Das eigentliche Argument ist ein anderes, und es reicht über die Rentenfrage hinaus.

Dabei wird oft übersehen: Norwegen hat selbst ein Umlagesystem. Die Folketrygden, das staatliche Rentensystem, funktioniert nach demselben Umlageprinzip wie die österreichische Pensionsversicherung. Der GPFG ist davon getrennt. Er ist eine zweite staatliche Ebene, die das Umlagesystem ergänzt. Die strukturelle Verbindung läuft über den Staatshaushalt: Entnahmen aus dem GPFG fließen in das allgemeine Budget. Bei wachsendem demografischen Druck kann Norwegen diese Mittel einsetzen, um das Rentensystem zu stabilisieren. Ohne Steuererhöhungen. Ohne Leistungskürzungen. Ohne neue Schulden. Österreich hat nur die erste Ebene. Die zweite fehlt.

Umlagesysteme denken in Jahresrhythmen. Ihre Logik erfordert die Deckung laufender Verpflichtungen aus laufenden Beiträgen. Ein Jahresüberschuss wird politisch sofort beansprucht. Kapitalgedeckte Systeme denken in Generationenrhythmen. Ihr Kapitalstock braucht Realrendite über lange Zeiträume, und das gelingt nur, wenn kurzfristige Entnahmen ausgeschlossen sind und der Zeithorizont institutionell gesichert wird.

Dieser Unterschied hat eine Konsequenz, die weit über die Rente hinausgeht. Ein System im Jahresrhythmus kann keine Investments tätigen, die kurzfristig kosten, langfristig aber Resilienz schaffen. Klimaanpassung, Biodiversitätsschutz, Infrastruktur und technologischer Wandel folgen einer Renditestruktur von zehn, zwanzig, dreißig Jahren. Eine Fiskalarchitektur, die jährlich ausbalanciert sein muss, kann keine Ausgaben priorisieren, die erst in zwanzig Jahren Ertrag bringen. Der kurzfristige Kostennachteil ist im nächsten Haushaltsentwurf sofort ablesbar. Der langfristige Nutzen ist es nicht.

Das ist kein ESG-Argument. Es ist ein Systemarchitektur-Argument. Norwegen hat mit dem Planungshorizont des GPFG instinktiv Antworten auf Risiken vorgebaut, die sich erst in den nächsten Jahrzehnten zeigen werden. Österreich hat diesen Horizont strukturell nicht. Das System denkt in Jahresrhythmen, das norwegische in Generationenrhythmen, und das ist der eigentliche Abstand: nicht das Kapital, sondern die Zeitperspektive.

Was auf staatlicher Ebene realistisch wäre

Ein österreichischer Staatsfonds nach norwegischem Vorbild ist in der nächsten Legislaturperiode kein realistisches Ziel. Diese Einschätzung ist nüchtern. Die Rohstoffbasis fehlt. Bei einer Schuldenquote von über 80 % ist systematische Akkumulation fiskalisch nicht möglich. Und den gesellschaftlichen Konsens für ein generationsübergreifendes Spar-Commitment, wie ihn Norwegen 1990 hatte, gibt es nicht.

Realistisch sind vier konkrete Ansätze, die keinen Systemwechsel erfordern. Alle bauen die bestehende Umlagestruktur um eine kapitalgedeckte Ergänzungskomponente aus. Für die ersten drei gibt es Vorbilder: Kanada, Schweden und die Niederlande haben genau das in unterschiedlichen Ausprägungen bereits umgesetzt.

Kanada reformierte 1997 seinen Canada Pension Plan grundlegend: Ein unabhängiges Investment Board (CPPIB) wurde gegründet und hat seither einen Kapitalstock von rund CAD 670 Milliarden aufgebaut. Das Umlagesystem blieb bestehen. Der CPPIB ergänzt es und gilt heute als nachhaltig für mindestens 75 Jahre. Schweden führte ein hybrides Modell ein: 16 % der Beiträge fließen in ein

Umlagesystem, das vier unabhängige Pufferfonds (AP1–AP4) stabilisieren; weitere 2,5 % gehen in individuelle kapitalgedeckte Prämienrentenkontoen. Die Niederlande ergänzen ihre staatliche Grundrente durch ein weitgehend verpflichtendes betriebliches Pensionssystem mit einem Gesamtvermögen von rund EUR 1,7 Billionen. Das Muster ist in allen drei Fällen identisch: Das Umlagesystem blieb. Die zweite Ebene wurde dazugebaut.

Österreich hat diese zweite Ebene noch nicht systematisch aufgebaut, hat aber eine Ausgangsbasis, auf der sich aufbauen lässt.

Der erste Ansatz liegt im Ausbau der bestehenden kapitalgedeckten Säule. Die Abfertigung Neu verwaltet über Vorsorgekassen bereits rund EUR 23,6 Milliarden in kapitalgedeckter Form. Die Infrastruktur besteht. Eine schrittweise Ausweitung des Pflichtbeitrags oder eine staatliche Zulage würde auf dieser bewährten Basis aufbauen.

Der zweite Ansatz: Fiskalische Überschüsse in einen gesetzlich geschützten Generationenfonds fließen lassen, statt sie unmittelbar in Sonderausgaben zu überführen. Der GPFG startete 1996 mit NOK 2 Milliarden, rund EUR 244 Millionen. Die Wirkung hängt nicht vom Startvolumen ab, sondern von der Kontinuität über Jahrzehnte.

Der dritte Ansatz: Einen Teil der laufenden Steuereinnahmen systematisch veranlagen und in einen Vorsorgetopf einzahlen. Das erfordert politischen Willen und einen gesetzlichen Rahmen, ist aber unabhängig von Rohstoffrenten umsetzbar.

Der vierte Ansatz setzt direkt beim Einzelnen an: Eigenverantwortliche Altersvorsorge steuerlich begünstigen, wenn das Kapital zweckgewidmet und langfristig gebunden ist. Die Schweiz praktiziert dieses Prinzip seit Jahrzehnten über die Säule 3a: Beiträge sind steuerlich absetzbar, das Kapital wächst steuerfrei und wird bei Pensionseintritt ausgezahlt. Deutschland hat das Prinzip mit dem Altersvorsorgedepot aufgegriffen: ein steuerlich gefördertes Konto, das in diversifizierte Anlageprodukte investierbar und bis zum Rentenalter gebunden ist. Ein österreichisches Äquivalent würde privates Kapital in langfristige Anlageformen lenken, ohne den Staatshaushalt direkt zu belasten.

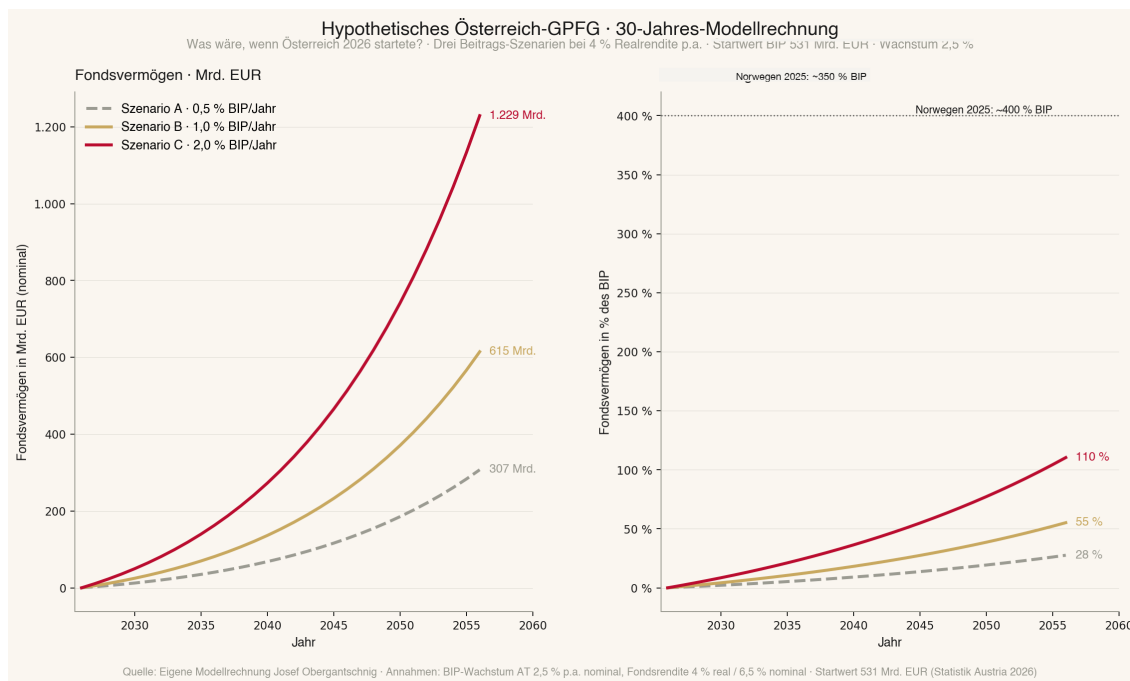


Abb. 28 · Modellrechnung eines österreichischen Generationenfonds
 Daten: Statistik Austria, NBIM · eigene Modellrechnung

Die Modellrechnung übersetzt das Argument in konkrete Größenordnungen. Unter realistischen Annahmen, einem nominalen BIP-Wachstum von 2,5 % und einer Fondsrendite von 4 % real beziehungsweise 6,5 % nominal, würden über drei Dekaden je nach gewähltem Beitragspfad signifikante Kapitalstöcke entstehen. Ein moderates Szenario von 1 % BIP pro Jahr ergäbe nach 2055 ein Fondsvermögen von rund 615 Milliarden Euro, was etwa 55 % des dann projizierten österreichischen BIP entspricht. Ein ambitioniertes Szenario von 2 % BIP pro Jahr käme auf rund 1,23 Billionen Euro oder 110 % BIP. Beide Werte liegen deutlich unter der norwegischen Position von rund 400 % BIP, sind aber innerhalb österreichischer Fiskalkapazitäten realisierbar und würden eine fiskalische Reserveebene schaffen, die heute strukturell fehlt. Die entscheidende Variable ist nicht die Höhe des Beitrags, sondern die institutionelle Bindung über mehrere Legislaturperioden hinweg, denn wer heute nicht beginnt, hat in dreißig Jahren keine Basis.

Was Institutionen bereits heute tun können

Die staatliche Ebene ist nicht der einzige Ansatzpunkt. Österreichische Institutionen mit eigenem Kapitalstock, Wohlfahrtsfonds berufständischer Kammern, Stiftungen,

betriebliche Pensionskassen, können vier Designprinzipien des GPFG direkt übernehmen. Diese Prinzipien hängen nicht von Fondsgröße oder nationalem Kontext ab. Sie hängen von Governance-Entscheidungen ab, die jede Institution selbst treffen kann.

Die Governance-Dreischicht als Schutzmechanismus. Die Trennung von Mandatgeber, Richtliniengeber und operativer Umsetzung schützt vor dem häufigsten institutionellen Fehler: politischem Einfluss auf operative Investmententscheidungen. Wo diese Trennung fehlt, überlagern kurzfristige Interessen die Renditelogik, ohne dass es von außen sichtbar wird. Das Prinzip ist direkt übertragbar: Ein Vorstand beschließt die Anlagestrategie, ein Anlageausschuss übersetzt sie in Richtlinien, ein externer Manager setzt sie um. Die Trennlinie zwischen Strategie und Ausführung bleibt gewahrt.

Kostenarchitektur als messbarer Renditehebel. Verhaltensökonomische Forschung belegt konsistent: Der zuverlässigste Renditehebel ist die Kostenquote. Marktprognosen lassen sich nicht kontrollieren, Kosten schon. Der GPFG bewirtschaftet EUR 1,8 Billionen bei rund 0,04 % Managementkosten p.a. Österreichische Institutionen, die aktives Management bei 0,3 bis 0,8 % beauftragen, ohne dokumentiertes Alpha nachzuweisen, würden eine strukturelle Underperformance-Prämie zahlen. Im einzelnen Berichtsjahr fällt das nicht auf, im Dekaden-Vergleich summiert es sich. Ein passiver Kernansatz mit aktiven Satelliten dort, wo Mehrwert nachweisbar ist, verbessert die Netto-Rendite in den meisten Fällen messbar. Voraussetzung: vollständige Transparenz über alle Portfoliokosten.

Ausschlusslogik als Legitimitätsinstrument. Eine öffentlich einsehbare, regelbasierte Ausschlussliste schafft Akzeptanz. Sie zeigt, dass Investmententscheidungen einem transparenten Prozess folgen. Das reduziert den Rechtfertigungsdruck gegenüber Kammermitgliedern und Beitragszahlenden erheblich. Das Etikkrådet des GPFG ist dabei kein Vorbild in seiner konkreten Kriterienstruktur, sondern im Prinzip: Transparenz über Ausschlusskriterien schafft Vertrauen. Dieses Vertrauen entsteht aus Prozessklarheit, nicht aus Kommunikation.

Entnahmelogik als Planungsgröße. Die 3-%-Entnahmeregulierung bedeutet: Nie mehr entnehmen als die erwartete Realrendite. Der Kapitalstock bleibt erhalten. Institutionen, die Ausschüttungsquoten ad hoc an Haushaltsbedarf oder politischen

Druck anpassen, riskieren schleichenden Kapitalverzehr. In starken Marktphasen wird er durch Kursgewinne kaschiert. In Schwächephasen wird er sichtbar, oft zu spät. Eine regelbasierte, vorab kommunizierte Entnahmekquote schützt davor. Sie ist kein perfektes Instrument, aber ein wirksamer Schutz gegen kurzfristige Fehlanreize. Die Voraussetzung dafür ist eine Assetallokation, die Realrenditen in dieser Größenordnung erst ermöglicht: Der GPFG hält rund 70 % in Aktien. Ohne ausreichende Risikoprämien im Portfolio bleibt die Entnahmeregel ein stabiles Konzept auf dem Papier, nicht in der Realität.

Transfer auf die persönliche Ebene

Das österreichische Pensionssystem liefert eine Grundsicherung. Das ist seine Funktion, und diese Funktion erfüllt es. Aber es kann keine generationsübergreifende Vermögensbildung leisten, keine Unabhängigkeit vom demografischen Schicksal der Einzahlergeneration und keinen realen Kapitalerhalt über den Renteneintritt hinaus. Diese Leistungen liegen jenseits seiner Konstruktion. Das Umlagesystem verteilt laufende Beiträge um. Es akkumuliert kein Kapital, das Renditen erwirtschaftet.

Die Konsequenz aus diesem Studium wirkt auf zwei Ebenen. Gesellschaftlich ist die Einsicht ein Auftrag: Wer versteht, wie generationsübergreifendes Kapital aufgebaut werden kann, trägt Verantwortung dafür, dieses Wissen in den öffentlichen Diskurs einzubringen. Österreich braucht die Debatte über eine zweite Systemebene, und Reformen entstehen nicht aus Sachzwängen allein, sondern aus Einsichten, die breit genug getragen werden. Auf der persönlichen Ebene ergibt sich daraus ein unmittelbares Handlungsfeld.

Wer verstanden hat, wie der GPFG operiert, hat alle Werkzeuge, um das eigene Depot als persönlichen Staatsfonds zu gestalten. Ein breit diversifiziertes Kernportfolio mit globaler Streuung repliziert die Grundarchitektur. Ein fixer Sparanteil, der vor jeder anderen Ausgabe überwiesen wird, repliziert die Pflichteinzahlung. Eine regelbasierte Entnahmekquote für die zweite Lebenshälfte repliziert die Handlungsregel. Und ein Kostenrahmen, der aktives Management nur dort vorsieht, wo Mehrwert nachweisbar ist, repliziert die Kostendisziplin. Die Managementkosten des GPFG liegen bei 0,04 %. Die Mehrzahl aktiv verwalteter

Privatkundenfonds beansprucht ein Vielfaches davon. Über dreißig Jahre erzeugt allein dieses Kostendelta einen siebenstelligen Vermögensunterschied.

Keines dieser Prinzipien setzt institutionelle Rahmenbedingungen voraus, die Privatpersonen nicht replizieren können. Der fixe Sparanteil erfordert einen Dauerauftrag. Die Kostendisziplin erfordert die Entscheidung für kostengünstige Vehikel. Die Governance gegen Panikverkäufe lässt sich durch einen vorab schriftlich definierten persönlichen Investmentrahmen nachbauen. Das Warten auf eine staatliche Lösung, die das Pensionssystem strukturell nicht liefern kann, ist keine Strategie. Das konsequente Übertragen dieser Prinzipien auf die eigene Situation ist eine.

QUELLEN

- Bogle, John C. (2007): The Little Book of Common Sense Investing. Hoboken, NJ: Wiley.
- Kahneman, Daniel (2011): Thinking, Fast and Slow. New York: Farrar, Straus and Giroux.
- Malkiel, Burton G. (2023): A Random Walk Down Wall Street. New York: W. W. Norton.
- Swensen, David F. (2009): Pioneering Portfolio Management. New York: Free Press.
- Statistik Austria: Demografische Bevölkerungsprognose 2025–2080. Wien.
- Eurostat: Old-Age Dependency Ratio Projections EU/AT 2025. Luxemburg.
- Trading Economics: Norway Government Net Financial Assets 2025.
- WEF: Global Risks Report 2026. Geneva.
- CPPIB / Canada Pension Plan Investment Board: Annual Report FY 2025. Toronto.
- AP-Fonderna (Schweden): AP1–AP4 Annual Reports 2024/25.
- ABP (Niederlande): Algemeen Burgerlijk Pensioenfonds Annual Report 2024.
- Bundesgesetz über die Mitarbeiter- und Selbständigenvorsorge (BMSVG / „Abfertigung Neu“). Wien.
- BVG / Säule 3a Schweiz; Altersvorsorgedepot Deutschland (Gesetzentwurf 2025).
- OeNB: Finanzmarktstabilitätsbericht 2024. Wien.

Kernaussage & Fazit

Das norwegische Staatsfonds-Modell ist weder unkopierbar noch ein Allheilmittel, sondern ein dokumentiertes Beispiel dafür, dass institutionelle Architektur über lange Zeiträume mehr Wert schafft als individuelle Investmentbrillanz. Dieses Schlusskapitel verdichtet die Kernaussage des Whitepapers in eine prüfbare Aussage und benennt die drei Bedingungen, unter denen das Modell skaliert: Eigentümerklarheit, Regelbindung und Auszahlungsbegrenzung. Wer diese drei Elemente nicht abbildet, baut etwas anderes, unabhängig davon, ob es Staatsfonds, Pensionskasse oder privates Depot ist.

Der Government Pension Fund Global lässt sich auf eine einzige analytische Aussage verdichten: die systematische Überführung endlicher Rohstoffeinnahmen in dauerhaftes Produktivkapital durch institutionelle Disziplin und konsequente Kostenminimierung. Dieses abschließende Kapitel benennt die fünf Konstruktionsprinzipien, die das Modell über drei Jahrzehnte funktionsfähig gehalten haben: geringe Kosten als struktureller Renditefaktor, bewusstes Eingehen von Risiken auf der Basis eines generationsübergreifenden Zeithorizonts, ein klar definiertes Governance-System, Konsequenz und Durchhaltevermögen sowie der intergenerationelle Weitblick als konzeptionell anspruchsvollstes Element. Das Kapitel schließt nicht mit einem abschließenden Urteil, sondern mit einer analytischen Einladung: Welches institutionelle Äquivalent zu diesen fünf Prinzipien existiert in der eigenen Entscheidungsumgebung, und was müsste es ersetzen, damit die Logik des GPFG auch ohne Rohstoffrenten und ohne parlamentarische Kontrolle operational bleibt?

Die Kernaussage

Das Government Pension Fund Global lässt sich auf eine einzige analytische Aussage verdichten: die systematische Überführung endlicher Rohstoffeinnahmen in dauerhaftes Produktivkapital durch institutionelle Disziplin und konsequente Kostenminimierung. Diese Formel ist nicht trivial, weil sie in dreißig Jahren politischer Geschichte, internationaler Kapitalmarktschwankungen und mehrfacher Krisenbelastung nie aufgegeben wurde, und weil ihr Gewicht erst erkennbar wird, wenn man begreift, wie selten dieser Befund in der Empirie staatlicher Vermögensverwaltung zutrifft.

Die Formel enthält drei analytische Schichten, die jeweils eigenständige Erklärungskraft besitzen, aber erst in ihrer Gesamtheit die konzeptionelle Tiefe des Modells sichtbar machen. Die erste Schicht ist eine Diagnose über Endlichkeit: Rohstoffgewinne erschöpfen sich, Einnahmen können versiegen, und wer die laufenden Einnahmen einer Periode vollständig konsumiert, baut keinen Kapitalstock für künftige Perioden auf. Was für Staatsfonds gilt, gilt strukturell identisch für Unternehmen, die ihren operativen Cashflow nicht systematisch in Kapital überführen. Die zweite Schicht ist methodologisch: Das entscheidende Instrument

sind nicht analytische Brillanz oder Outperformance-Ambitionen, sondern institutionelle Disziplin und Kostenbewusstsein, weil beides kontrollierbar ist und Kapitalmarktrenditen es definitionsgemäß nicht sind. Die dritte Schicht formuliert das eigentliche konstruktive Ziel: generationsübergreifendes Kapital, das durch die Handlungsregel so bewirtschaftet wird, dass die Substanz auch für jene erhalten bleibt, die heute noch nicht geboren sind.

Die fünf Strukturmerkmale des Modells

Das analytische Fundament des GPFG lässt sich auf fünf Konstruktionsprinzipien zurückführen, die in ihrer Gesamtheit erklären, warum das Modell funktioniert, und die über den norwegischen Kontext hinaus operationalisierbar sind.

Geringe Kosten als struktureller Renditefaktor. Verhaltensökonomische Forschung und Portfoliotheorie belegen konsistent, dass der zuverlässigste Renditefaktor im institutionellen Investmentmanagement nicht die Güte der Einzeltitelauswahl ist, sondern die Kostenstruktur. Zukünftige Kapitalmarktrenditen sind strukturell nicht prognostizierbar; Kosten hingegen sind es, weil sie vor der Investitionsentscheidung bekannt sind und mit der mathematischen Verlässlichkeit des Zinseszinses negativ wirken, ohne Ausnahme und ohne Abhängigkeit von der Marktentwicklung. Der GPFG operiert mit Managementkosten von rund 0,04 % des verwalteten Vermögens (NBIM weist Verwaltungskosten in Basispunkten aus, nicht als klassische UCITS-Gesamtkostenquote). Der Unterschied zwischen dieser Kostenstruktur und dem Branchendurchschnitt aktiv verwalteter Fonds von typischerweise 1,0 bis 1,5 % erzeugt bei EUR 1 Million Ausgangsvermögen über dreißig Jahre einen Vermögensunterschied in siebenstelliger Größenordnung, ohne dass eine einzige schlechte Investitionsentscheidung getroffen worden sein muss. Kostenminimierung ist in diesem Modell keine taktische Optimierung, sondern ein strategisches Grundprinzip mit messbarer Langfristwirkung.

Bewusstes Eingehen von Risiken. Der GPFG hält aktuell 70 % seines Vermögens in Aktien, was die höchste Aktienquote unter den großen Staatsfonds der Welt darstellt. Diese Allokation ist nicht das Ergebnis von Renditegier oder historischer Pfadabhängigkeit, sondern eine durch externe Gutachten unterlegte, parlamentarisch beschlossene institutionelle Entscheidung. Jede Erhöhung der

Aktienquote folgte demselben mehrstufigen Prozess: unabhängige Analyse, Empfehlung der Norges Bank, parlamentarische Debatte und Abstimmung im Storting. Risiko wurde damit nicht geleugnet oder minimiert, sondern als kalkulierbarer Parameter einer langen Investitionsperspektive explizit akzeptiert. Empirisch gilt: Ein Fonds mit multigenerationalem Zeithorizont und ohne kurzfristige Liquiditätsverpflichtungen kann Marktvolatilität systematisch als Renditequelle nutzen, anstatt sie als Bedrohung abzuwehren. Die Voraussetzung dafür ist, dass die Risikoakzeptanz institutionell verankert ist und nicht dem diskretionären Urteil einzelner Entscheidungsträger überlassen bleibt, die unter politischem Druck stehen.

Ein klar definiertes System. Die Governance-Architektur des GPFG folgt einer Vier-Ebenen-Hierarchie, in der Storting, Finanzministerium, Norges Bank und NBIM jeweils klar abgegrenzte Kompetenzen tragen. Das Entscheidende an dieser Struktur ist nicht ihre formale Eleganz, sondern ihre operative Funktion: Sie institutionalisiert die Trennung von politischer Mandatgebung und operativer Investmentumsetzung so, dass kein einzelner Akteur beides kontrollieren kann. Die Handlingsregel als fiskalischer Anker konkretisiert diese Trennung auf der Entnahmeebene: Die Entnahmen orientieren sich langfristig an der erwarteten Realrendite des Fonds, derzeit rund 3 % des Fondsvermögens. Sie ist politisch-institutionell breit verankert und auch in politisch schwierigen Phasen stabil geblieben, obwohl sie kein hartes Jahresmaximum vorgibt, sondern als Leitlinie über den Konjunkturzyklus konzipiert ist. Ein System ist dann robust, wenn es nicht vom Wohlergehen einzelner Akteure abhängt, sondern wenn es strukturell verhindert, dass kurzfristige Fehlanreize wirksam werden. Das norwegische Modell hat dieses Designprinzip konsequenter umgesetzt als jedes vergleichbare institutionelle Konstrukt, das in der Literatur dokumentiert ist.

Konsequenz und Durchhaltevermögen. Der GPFG ist nicht der renditestärkste institutionelle Investor der Welt; das Yale Endowment erzielte auf langen Zeiträumen höhere annualisierte Renditen, und einzelne Hedgefonds übertrafen ihn in bestimmten Perioden erheblich. Was das Modell auszeichnet, ist nicht eine Kennzahl in einem bestimmten Jahr, sondern die Konsistenz über drei Jahrzehnte, unabhängig von Regierungswechseln, Marktkrisen und dem wiederkehrenden politischen Druck, den Fonds für kurzfristige nationale Ausgabenprogramme zu instrumentalisieren. Dass der GPFG in der Finanzkrise 2008 einen Verlust von 23,3 % nicht durch

Panikverkäufe realisierte und 2009 um 25,6 % anstieg, ist nicht das Ergebnis außergewöhnlicher Entscheidungsstärke einzelner Akteure, sondern das Ergebnis einer Governance-Architektur, die reaktives Handeln institutionell ausschließt, weil der Rahmen die Entscheidung bereits getroffen hat, bevor die Krise eintritt. Das eigentliche Asset des GPFG ist damit nicht Kapital, sondern institutionelle Verlässlichkeit, die sich nicht kaufen lässt, sondern nur durch nachgewiesenes Verhalten unter Druck über mehrere Dekaden erworben wird.

Weitblick: der intergenerationelle Horizont. Das fundamentale Unterscheidungsmerkmal des norwegischen Modells gegenüber dem dominierenden Paradigma moderner Staatshaushalte ist der Zeithorizont, auf dem Entscheidungen getroffen werden. Ein Umlagesystem denkt in Beitragsperioden; ein Staatsbudget in Haushaltsjahren; der GPFG in Generationen. Der Government Pension Fund Act kennt keine Verfallsklausel. Das Konstrukt ist auf unbegrenzte Laufzeit angelegt, nicht weil das rechtlich erzwingbar wäre, sondern weil der gesellschaftliche Konsens darüber ausreichend stabil ist, um Legislaturperioden zu überdauern. Demographische Veränderungen, die ein Umlagesystem strukturell unter Druck setzen, berühren einen kapitalgedeckten Fonds strukturell nicht: Das akkumulierte Kapital arbeitet unabhängig davon, wie viele Erwerbstätige Beiträge zahlen. Dieses Konstruktionsprinzip ist das konzeptionell anspruchsvollste Element des Modells, weil es politische Selbstbeschränkung verlangt, deren Früchte erst nach dem Ende jeder gegenwärtigen Amtszeit sichtbar werden.

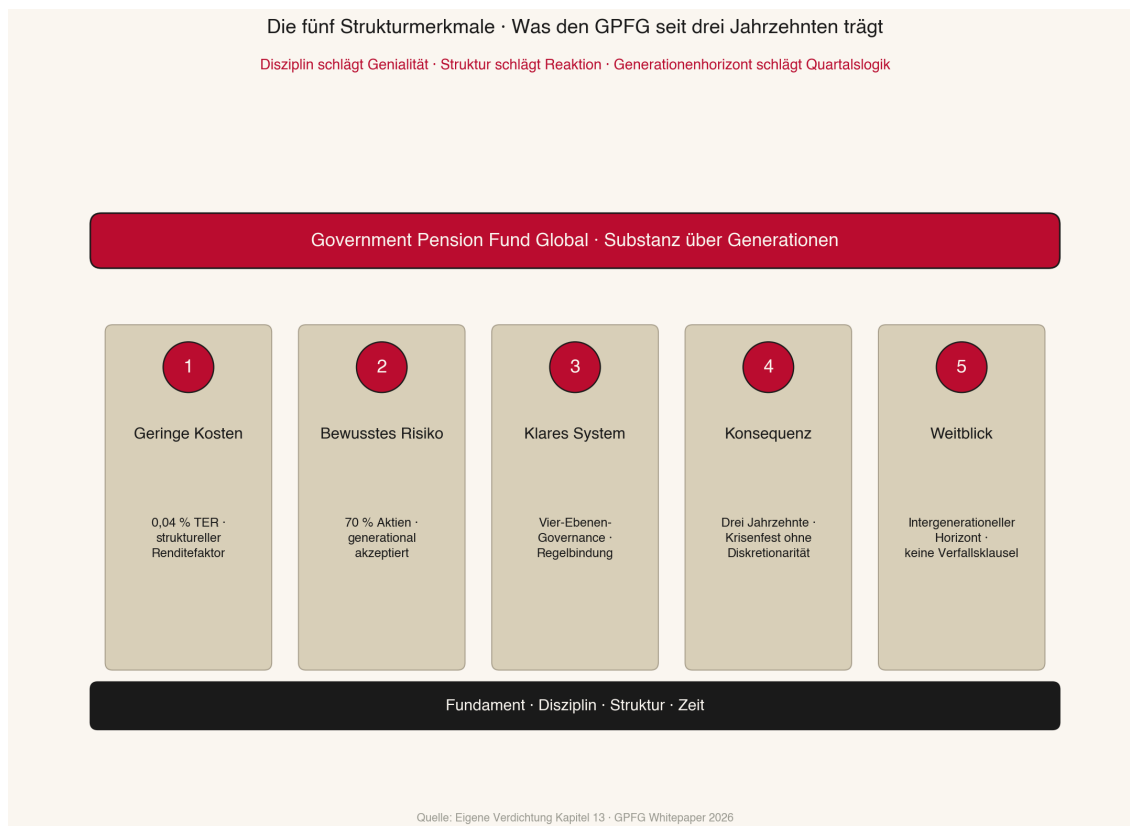


Abb. 29 · Synthese der fünf Konstruktionsprinzipien
Eigene Darstellung

Die Synthese-Grafik verdichtet die fünf Konstruktionsprinzipien zu einer architektonischen Lesart des Modells. Über den Säulen liegt das Modell selbst, getragen von Geringen Kosten, Bewusstem Risiko, einem klaren System, Konsequenz und Weitblick. Unter den Säulen liegt das Fundament, das jedes dieser fünf Elemente erst tragfähig macht: Disziplin als Verhaltensgrundlage, Struktur als institutionelle Bedingung und Zeit als Wirkungsdimension. Keine der fünf Säulen funktioniert isoliert; keines der drei Fundamentelemente ist substituierbar. Diese Konstruktion ist die eigentliche analytische Lehre des Whitepapers, weit über den norwegischen Spezialfall hinaus.

Eine offene Frage

Dieses Whitepaper schließt nicht mit einem Urteil, sondern mit einer analytischen Einladung. Das norwegische Modell ist durch drei Jahrzehnte empirischer Evidenz, externe Gutachten und internationalen Vergleich hinreichend dokumentiert; die

Frage nach seiner Funktionstüchtigkeit ist damit empirisch beantwortet. Die analytisch weiterführende Frage lautet anders.

Welches institutionelle Äquivalent zu den fünf beschriebenen Konstruktionsprinzipien existiert in der eigenen Entscheidungsumgebung? Welche Governance schützt vor reaktivem Verhalten in Krisen? Welche Kostenarchitektur ist definiert und verankert? Welcher Zeithorizont leitet die Entscheidungen? Und wenn diese Strukturen fehlen: Was müsste sie ersetzen, damit die Prinzipien des GPFG auch ohne Rohstoffrenten, ohne parlamentarische Kontrolle und ohne die institutionellen Ressourcen eines Nationalstaats auf kleinerer Ebene operational bleiben?

Diese Fragen sind nicht rhetorisch. Sie sind analytisch beantwortbar, und die vorangehenden Kapitel liefern das notwendige Fundament dafür.

Schlusspunkt

Norwegen hat empirisch belegt, dass institutionelle Disziplin über Generationen nicht nur theoretisch möglich ist, sondern tatsächlich praktiziert werden kann. Dieser Befund ist nicht trivial, weil das strukturell größte Risiko jedes Langfristvorhabens nicht der Markt ist, nicht der Konjunkturzyklus und nicht der unerwartete externe Schock, sondern die Versuchung, die eigenen Regeln unter Druck aufzugeben. Norwegen hat dieser Versuchung mit einer Governance-Architektur widerstanden, die den kurzfristigen politischen Zugriff institutionell ausschließt. Das Öl wird irgendwann ausgehen, doch die Struktur, die Norwegen daraus gebaut hat, bleibt.

QUELLEN

- OECD (2024): Pension Markets in Focus 2024. Paris: OECD Publishing.
- OECD (2023): Pensions at a Glance 2023: OECD and G20 Indicators. Paris: OECD Publishing.
- Hauptverband der österreichischen Sozialversicherungsträger (2024): Statistisches Handbuch 2024. Wien.

- Oesterreichische Nationalbank (2024): Finanzmarktstabilitätsbericht. Wien: OeNB.
 - NBIM: Annual Report 2025. Oslo: Norges Bank Investment Management.
-

ANHANG · LITERATUR

Anhang · Literaturverzeichnis & Quellen

*Zitierstil: APA-ähnlich, konsistent. Quellenstichtag aller NBIM-Daten: 31.12.2025
(Annual Report 2025, publiziert Februar 2026), sofern nicht anders angegeben.*

Primärquellen NBIM & Norwegisches Finanzministerium

- **Norges Bank Investment Management (NBIM) (2026):** *Annual Report 2025*. Oslo. Verfügbar unter: www.nbim.no/en/news-and-insights/reports/2025/annual-report-2025/
- **NBIM:** *Government Pension Fund Global – Annual Reports 1998–2025* (jährlich). Oslo.
- **NBIM:** *Return and Risk Reports 1998–2025* (jährlich). Oslo.
- **NBIM:** *Responsible Investment Reports 2014–2025* (jährlich). Oslo. www.nbim.no/en/responsible-investment/
- **NBIM (2026):** *Web Report 2025*. Oslo (März 2026).
- **NBIM (2026):** *Climate and Nature Disclosures 2025*. Oslo (März 2026).
- **NBIM (2026):** *Active Ownership Report 2025*. Oslo (März 2026).
- **NBIM (2025):** *Ownership Policy 2025*. Oslo.
- **NBIM (2025):** *Portfolio Holdings per 31.12.2025*. Oslo.
- **NBIM:** *Benchmark Index Construction Methodology*. Web Publication, nbim.no.
- **NBIM (2025):** *Mandate for the Management of the Government Pension Fund Global*. Oslo.
- **Norges Bank (2025):** *Monetary Policy Report 2024/2025*. Oslo.
- **Norges Bank:** *Historical Overview of the Government Pension Fund Global 1990–2025*. Oslo.
- **Norges Bank (2026):** *Hearing Ida Wolden Bache, Storting 13.05.2026*. Oslo.
- **Norwegian Ministry of Finance:** *Report to the Storting No. 2 (Meld. St. 2) – The Management of the Government Pension Fund*. Jährlich seit 2002. Oslo.
- **Norwegian Ministry of Finance (2018):** *Report to the Storting No. 2 (2017–2018) – The Management of the Government Pension Fund in 2017*. Oslo.
- **Norwegian Ministry of Finance (2019):** *Stortingsmelding Nr. 2 (2018/19) – Revidert nasjonalbudsjett*. Oslo.
- **Norwegian Ministry of Finance (2023):** *Report to the Storting No. 2 (2022–2023)*. Oslo.
- **Norwegian Ministry of Finance (2026):** *White Paper on the Government Pension Fund 2025/2026*. Oslo.
- **Norwegian Ministry of Finance (2018):** *NOU 2016:20 – Aksjeandelen i Statens pensjonsfond utland (Mork-Kommission Schlussbericht)*. Oslo.
- **Etikkrådet (Council on Ethics):** *Annual Reports 2010–2025*. Oslo.

Gesetze, Verordnungen & Mandate

- **Lov om Norges Bank og pengevesenet** (Norges Bank Act). Oslo: Stortinget, 2019/2020.
- **Lov om Statens pensjonsfond** (Government Pension Fund Act). Oslo: Stortinget, 2005 (as amended).
- **Regjeringen.no**: *Mandate for the Norwegian Council on Ethics*. Oslo.

Wissenschaftliche Literatur

Effizienzmarkthypothese, Faktor-Investing & Asset Pricing

- **Fama, E. F. (1970)**. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*, 25(2), 383–417. www.jstor.org/stable/2325486
- **Fama, E. F., & French, K. R. (1993)**. Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*, 33(1), 3–56.
- **Fama, E. F., & French, K. R. (2015)**. A five-factor asset pricing model. *Journal of Financial Economics*, 116(1), 1–22.
- **Sharpe, W. F. (1964)**. Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. *Journal of Finance*, 19(3), 425–442.
- **Sharpe, W. F. (1991)**. The Arithmetic of Active Management. *Financial Analysts Journal*, 47(1), 7–9.
- **Markowitz, H. (1952)**. Portfolio Selection. *Journal of Finance*, 7(1), 77–91.
- **Merton, R. C. (1973)**. An Intertemporal Capital Asset Pricing Model. *Econometrica*, 41(5), 867–887.

Aktienkonzentration & langfristige Renditen

- **Bessembinder, H. (2018)**. Do Stocks Outperform Treasury Bills? *Journal of Financial Economics*, 129(3), 440–457.
- **Bessembinder, H., Chen, T.-F., Choi, G., & Wei, K.-C. J. (2023)**. Long-term shareholder returns: Evidence from 64,000 global stocks. *Journal of Financial Economics*, 149(3), 426–448.
- **Brinson, G. P., Hood, L. R., & Beebower, G. L. (1986)**. Determinants of Portfolio Performance. *Financial Analysts Journal*, 42(4), 39–44.
- **Brinson, G. P., Singer, B. D., & Beebower, G. L. (1991)**. Determinants of Portfolio Performance II: An Update. *Financial Analysts Journal*, 47(3), 40–48.
- **Ibbotson, R. G., & Kaplan, P. D. (2000)**. Does Asset Allocation Policy Explain 40, 90, or 100 Percent of Performance? *Financial Analysts Journal*, 56(1), 26–33. (*Methodische Klarstellung zur Brinson-Studie.*)

Institutionelles Asset Management & Performance-Evaluation

- **Ang, A., Goetzmann, W. N., & Schaefer, S. M. (2009).** *Evaluation of Active Management of the Norwegian Government Pension Fund – Global*. Report to the Norwegian Ministry of Finance. Oslo: Norwegian Ministry of Finance.
- **Ang, A. (2014).** *Asset Management – A Systematic Approach to Factor Investing*. Oxford University Press.
- **Fung, W., & Hsieh, D. A. (2004).** Hedge Fund Benchmarks: A Risk-Based Approach. *Financial Analysts Journal*, 60(5), 65–80.
- **Harris, R. S., Jenkinson, T., & Kaplan, S. N. (2014).** Private Equity Performance: What Do We Know? *Journal of Finance*, 69(5), 1851–1882.
- **Swensen, D. F. (2009).** *Pioneering Portfolio Management – An Unconventional Approach to Institutional Investment*. New York: Free Press.

Verhaltensökonomie & Risiko

- **Bernstein, P. L. (1996).** *Against the Gods – The Remarkable Story of Risk*. New York: John Wiley & Sons.
- **Kahneman, D. (2011).** *Thinking, Fast and Slow*. New York: Farrar, Straus and Giroux.

Indexing & passive Strategien

- **Bogle, J. C. (2007).** *The Little Book of Common Sense Investing*. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons.
- **Malkiel, B. G. (2023).** *A Random Walk Down Wall Street*. New York: W. W. Norton.

Institutionelle Berichte & Studien

- **Yale Investments Office (2025):** *The Yale Endowment FY 2025*. New Haven: Yale University. AUM USD 44,1 Mrd. (30.06.2025) · Jahresrendite +11,1 % · 10-J-Rendite 9,4 % p.a. investments.yale.edu · news.yale.edu
- **Harvard Management Company (2025):** The Harvard Endowment Report FY 2025. Cambridge: Harvard University. (Vergleichsreferenz institutionelles Stiftungsfondsmanagement.)
- **Morningstar (2025):** Active vs. Passive Fund Cost Comparison – European Market 2024/2025. (Referenz für TER-Vergleiche, insb. Abb. 9.)
- **Bloomberg (laufend):** Markt- und Makrodaten. Wechselkurse, Indexstände, Renditezeitreihen. Verschiedene Abrufzeitpunkte 2025/2026.

- **Global SWF (2026):** Sovereign Wealth Fund Rankings & AUM Database, April 2026. globalswf.com. (Ergänzungsquelle zu SWFI für AUM-Rankings.)
- **World Bank / Weltbank (2025):** World Development Indicators 2025. Washington D.C. data.worldbank.org
- **World Economic Forum (2026):** *Global Risks Report 2026*. Cologne/Geneva: WEF. [weforum.org/reports](https://www.weforum.org/reports)
- **World Economic Forum (2025):** *Global Risks Report 2025*. Cologne/Geneva: WEF.
- **World Economic Forum (2024):** *Global Risks Report 2024*. Cologne/Geneva: WEF.
- **IMF (2026):** *World Economic Outlook, April 2026*. Washington D.C.: International Monetary Fund.
- **OECD (2024):** *Pension Markets in Focus 2024*. Paris: OECD Publishing.
- **IFSWF (2024):** *International Forum of Sovereign Wealth Funds – Annual Report 2024*.
- **IMF (2025):** *Norway — 2025 Article IV Consultation*. Washington D.C.
- **IWG / SWF (2008):** *Santiago Principles*. International Working Group of Sovereign Wealth Funds.
- **Preqin (2024):** *Global Alternatives Report 2024*.
- **MSCI (2024):** *ESG Ratings Methodology*. New York: MSCI Inc.
- **SWFI (2026):** *Linaburg-Maduell Transparency Index 2025/26*.
- **FTSE Russell (2025):** *FTSE Global All Cap Index Factsheet*.
- **S&P Dow Jones Indices (2025):** *SPIVA U.S. Scorecard Year-End 2024*. New York.
- **Climate Action 100+ (2025):** *Net Zero Company Benchmark 2025*.
- **TCFD (2017/2021):** *Task Force on Climate-related Financial Disclosures – Final Recommendations*. FSB.
- **norskpetroleum.no (2025):** *Petroleum-Statistik Norwegen 2025*. Oslo: Norwegisches Erdöldirektorat.
- **Visual Capitalist (2026):** *Sovereign Wealth Fund Rankings*, Mai 2026.

Vergleichs-Staatsfonds & internationale Pension-Vehikel

- **GPIF (Government Pension Investment Fund Japan) (2025):** *Annual Report FY 2024*.
- **ADIA (Abu Dhabi Investment Authority) (2025):** *Review 2024*.

- **CPPIB (Canada Pension Plan Investment Board) (2025):** *Annual Report FY 2025*. Toronto.
- **AP-Fonderna (Schweden) (2025):** *AP1-AP4 Annual Reports 2024/25*.
- **ABP (Niederlande) (2025):** *Algemeen Burgerlijk Pensioenfonds Annual Report 2024*.

Bücher

- **Bomsdorf, C. (2018/2020).** *So werden Sie reich wie Norwegen*. Frankfurt: Campus Verlag (Neuaufgabe 2020).
- **Bomsdorf, C. (2022).** *So einfach werden Sie reich*. Frankfurt: Campus Verlag. (Ergänzendes Praxisbuch desselben Autors.)
- **Lowenstein, R. (2000).** *When Genius Failed – The Rise and Fall of Long-Term Capital Management*. New York: Random House.
- **Munger, C. (2005).** *Poor Charlie's Almanack*. Donning Co.

Österreich-spezifisch (Demografie, Pensionssystem, Vorsorge)

- **Statistik Austria (2025):** *Demografische Bevölkerungsprognose 2025–2080*. Wien.
- **Eurostat (2025):** *Old-Age Dependency Ratio Projections EU/AT 2025*. Luxemburg.
- **Hauptverband der österreichischen Sozialversicherungsträger (2024):** *Statistisches Handbuch 2024*. Wien.
- **OECD (2023):** *Pensions at a Glance 2023*. Paris.
- **OeNB (2024):** *Finanzmarktstabilitätsbericht 2024*. Wien.
- **Bundesgesetz über die Mitarbeiter- und Selbständigenvorsorge (BMSVG / „Abfertigung Neu“).** Wien.
- **BVG (Schweiz) / Säule 3a;** Altersvorsorgedepot Deutschland (Gesetzentwurf 2025).

Presse

- **Handelsblatt (2026):** *NBIM-Strategiepositionierung*, 04.05.2026.

Makrodaten & Wechselkurse

- **Statistics Norway / SSB (2025):** *General Government Net Financial Assets & Government Debt*. Oslo. [ssb.no/en/statbank](https://www.ssb.no/en/statbank)

- **Trading Economics (2025):** *Norway Government Debt to GDP.*
tradingeconomics.com/norway/government-debt-to-gdp
- **Eurostat (2025):** *General Government Gross Debt – EU Member States.*
Luxemburg.
- **Norges Bank (2025):** *Exchange Rates – Daily and Monthly Reference Rates.*
Oslo. norges-bank.no/en/topics/Statistics/exchange_rates/
- **Europäische Zentralbank (2025):** *Euro Foreign Exchange Reference Rates.*
Frankfurt am Main.

Kurzer Risikohinweis

Dieses Whitepaper dient ausschließlich Informations- und Bildungszwecken. Es stellt keine Anlageberatung, keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren und keine individuelle Finanzberatung dar. Historische Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse; Kapitalanlagen sind mit Risiken bis zum vollständigen Verlust des eingesetzten Kapitals verbunden. Eine Übertragung institutioneller Modelle auf private Vermögensstrukturen erfordert qualifizierte und auf die individuelle Situation abgestimmte Beratung. Der ausführliche Risikohinweis findet sich am Beginn dieses Dokuments.

Über die Reihe „Investmentstrategien“

Die Whitepaper-Reihe „Investmentstrategien“ analysiert systematisch über 30 Investmentmodelle aus aller Welt, darunter Staatsfonds, Universitäts-Stiftungsfonds, Pensionssysteme und alternative Kapitalallokationsansätze. Jede Studie folgt einer identischen Struktur aus dreizehn Kapiteln und einem einheitlichen Bewertungs-Scorecard.

Die Reihe erscheint in Kooperation mit e-fundresearch.com, dem führenden institutionellen Kapitalmarktportal der DACH-Region.

Kontakt

Dr. Josef Obergantschnig · MBA, CIIA, CEFA, CESGA

Kapitalmarktexperte · Unternehmer · Hochschullektor · Buchautor

Website: www.josefobergantschnig.at

E-Mail: obergantschnig@obergantschnig.at

Kolumne (e-fundresearch): e-fundresearch.com/author/obergantschnig

LinkedIn: [linkedin.com/in/josefobergantschnig](https://www.linkedin.com/in/josefobergantschnig)

© 2026 Dr. Josef Obergantschnig · 19. Juni 2026