EXECUTIVE BRIEF · STUDIE Nr. 001 · INVESTMENTSTRATEGIEN-REIHE

Government Pension Fund Global

Statens pensjonsfond utland · SPU

Norwegen · Staatsfonds · Datenstichtag 31.12.2025

EUR 1,80 Bio.	71 % / 27 %	0,04 %	+6,64 %
Marktwert 31.12.2025	Aktien / Anleihen	Managementkosten p.a.	Rendite p.a. seit 1998

Der größte Staatsfonds der Welt. Der einfachste in seiner Architektur.
28 Jahre institutionelle Disziplin ohne Bruch.

DR. JOSEF OBERGANTSCHNIG · MBA · CIIA · CEFA · CESGA

Kapitalmarktexperte · Hochschullektor · Buchautor

Whitepaper V11.15 · Juni 2026 · 12 bis 15 Minuten Lesezeit

ZUSAMMENFASSUNG

Der **Government Pension Fund Global** ist mit einem Vermögen von **EUR 1,80 Billionen** (NOK 21.268 Mrd.) der größte Staatsfonds der Welt. Er ist gleichzeitig der einfachste in seiner Architektur. 71 % globale Aktien, 27 % Anleihen, der Rest unlisted Real Assets. Managementkosten von 0,04 % p.a. Jede Position öffentlich. Seit 1998: 6,64 % nominal, 4,3 % real, geometrisch annualisiert.

Die institutionelle Disziplin, die das Modell seit 28 Jahren ohne Bruch trägt, ist wichtiger als die Anlagestrategie selbst. Es gibt keine norwegische Geheimformel. Es gibt einen Generationenhorizont, eine politisch breit getragene Fiskalregel und eine Governance, die kurzfristige Eingriffe strukturell verunmöglicht.

§ 1 VIER GRUNDPFEILER DES MODELLS

Die Frage, warum ausgerechnet Norwegen mit seiner kleinen, offenen Volkswirtschaft den weltgrößten Staatsfonds aufgebaut hat, lässt sich nicht durch Glück, Rohstoffrente oder skandinavische Effizienz beantworten. Die Antwort liegt in vier institutionellen Entscheidungen. Alle wurden in den 1990er-Jahren getroffen. Und alle bestehen seitdem unverändert.

- **Erstens · Umleitung der Erdöleinnahmen ins Ausland.** Jeder Euro aus dem norwegischen Erdölsektor fließt vollständig in den Fonds und wird ausschließlich außerhalb Norwegens investiert. Damit wird die volatile Rohstoffeinnahme institutionell vom laufenden Staatskonsum entkoppelt. Die Holländische Krankheit, also Inflation und Wettbewerbsverlust durch einen Rohstoffboom, wird strukturell vermieden.

- **Zweitens · Fiskalregel als Selbstbindung und Realwertschutz.** Nach der Handlingsregelen folgt die Entnahme an das Staatsbudget über die Zeit der erwarteten Realrendite, derzeit rund 3 % des Fondsvermögens. Die Substanz des Vermögens bleibt institutionell geschützt. In den COVID-Jahren lag die Entnahme vorübergehend darüber, wie es die Regel in Krisen zulässt. Das Modell hielt das aus. Es kam zu keinen Panikverkäufen, keiner strategischen Umorientierung.

- **Drittens · Trennung der Akteure. Das Storting, das norwegische Parlament, setzt das Mandat. Das Finanzministerium definiert die strategische Asset Allocation und die Benchmark. NBIM implementiert. Etikkrådet, der unabhängige Ethikrat, gibt Ausschlussempfehlungen an die Norges Bank. Jede Schicht hat klare Verantwortung, klare Berichtspflicht, klare Grenzen.**

- **Viertens · Vollständige Transparenz.** Jede der über 7.200 Einzelpositionen und jede Transaktion ist öffentlich. Jede der rund 10.900 jährlichen Hauptversammlungs-Abstimmungen wird im Voraus publiziert. Jede ESG-Ausschluss-Entscheidung ist begründet und dokumentiert. Diese Transparenz ist das Mittel, mit dem politische Einmischung strukturell verunmöglicht wird. Jeder Eingriff würde sofort sichtbar.

Die Kombination dieser vier Entscheidungen erzeugt das, was das gesamte Modell trägt: **strategische Konsistenz über 28 Jahre ohne Bruch.** Kein anderer Staatsfonds dieser Größenordnung kann diese Eigenschaft für sich beanspruchen.

§ 2 ASSET ALLOCATION UND BENCHMARK · STAND 31.12.2025

Die strategische Asset Allocation ist bemerkenswert einfach.

Anlageklasse	Anteil	Umsetzung / Benchmark
Globale Aktien	71,3 %	FTSE Global All Cap, mandatsangepasst
Globale Anleihen	26,5 %	Bloomberg Global Aggregate, bereinigt

Immobilien unlisted	1,7 %	Direkte Beteiligungen, kein REIT-Strom
Erneuerbare Infrastruktur	0,4 %	Wind, Solar, Stromnetze, ausschließlich Europa

Die regionale Aktienverteilung weicht bewusst vom Marktkapitalisierungs-Gewicht ab. **USA 54 %** (FTSE-Standard wäre 63 %), **Europa 22 %** (gegenüber 18 %), Asien-Pazifik 14 %, Emerging Markets 10 %. Dieser strukturelle Europa-Bias ist historisch begründet und wirkt als natürliche Absicherung gegen Wirtschaftsrisiken, die Norwegen ohnehin treffen würden.

Innerhalb dieses passiven Kerns nutzt NBIM ein Tracking-Error-Budget von 1,25 % für regelbasierte Faktor-Tilts (Value, Quality, Low-Volatility), Wertpapierleihe, systematisches Rebalancing und Steueroptimierung durch Direkthaltung. Diese fünf Renditequellen summieren sich auf rund +0,24 % aktiver Beitrag p.a. netto über die Periode 1998 bis 2025.

Ein indexnaher Aufbau muss nicht zwingend bedeuten, durch eine Strategieerweiterung ein Alpha zu erzielen. Auch mit einem passiven Kerninvestment lassen sich strukturelle Hebel heben, ohne diskretionäres Stock-Picking. NBIM fokussiert sich auf die strategische Erwirtschaftung empirisch belegter Risikoprämien, etwa durch laufende Einnahmen aus Wertpapierleihe, ein systematisches Rebalancing-Konzept und steuerliche Vorteile durch Direktinvestments. Bei einem realisierten Tracking Error unter 0,5 % ergibt das eine Information Ratio von 0,48. Zur Einordnung: Ein Wert ab 0,5 gilt institutionell als gut, bei indexnahem Aufbau auch bereits 0,3 bis 0,4 als respektabel. Über die Fondsgröße kumuliert sich der +0,24-%-Effekt seit Auflegung zu einem substanziellen Mehrertrag. NBIM weist allein für externe Mandate einen kumulierten Beitrag von rund NOK 93 Mrd. (EUR 8 Mrd.) nach Kosten aus (Annual Report 2025).

§ 3 DIE ZAHLEN ÜBER 28 JAHRE

+6,64 %	**+4,3 %**	**22 von 28**
p.a. nominal · 1998–2025	p.a. real · nach Inflation	Jahren positiv (79 %)

Das beste Jahr war 2009 mit +25,6 %, das schlechteste 2008 mit −23,3 %. Der MSCI World verlor im selben Jahr −40,3 %. Der Anleihenanteil dämpfte das Aktienjahr um rund 17 %. 2025 lieferte der Fonds +15,1 % oder NOK 2.362 Mrd. (EUR 200 Mrd.) Wertzuwachs, in absoluten Kronenwerten die zweithöchste Jahresrendite der Fondsgeschichte.

Aufschlussreicher als die jährlichen Renditezahlen ist die **Kapitalzusammensetzung**. Von den **NOK 21.268 Mrd. (EUR 1,80 Bio.)** Marktwert per 31.12.2025 entfallen lediglich **25 % auf staatliche Netto-Einzahlungen**. **63 % stammen aus akkumulierten Investmenterträgen**, weitere 11 % aus Währungseffekten. Im Zinseszins-Sinn hat sich der Fonds überwiegend selbst finanziert.

> *2025 erwirtschaftete der Fonds NOK 2.362 Mrd. (EUR 200 Mrd.) an Investmenterträgen. Im selben Jahr flossen NOK 327 Mrd. (EUR 28 Mrd.) an Öl-Neueinzahlungen zu. Das Verhältnis liegt bei 7 zu 1 zugunsten der Investmenterträge. Durch die Erdöleinnahmen konnte der Fonds strategisch aufgebaut werden. Mittlerweile sind aber die Investmenterträge die dominierende Größe.*

Ebenso aufschlussreich ist das Krisenverhalten. In den fünf wesentlichen Marktstressereignissen seit Fondsstart (Dotcom 2001/02, Globale Finanzkrise 2008, Eurokrise 2011, COVID 2020, Inflationsschock 2022) hat NBIM die strategische Allokation jedes Mal durchgehalten. Die V-förmige Erholung 2020 und die vollständige Wiederherstellung des Vorkrisenwerts 2023 sind empirische Belege dafür, dass institutionelle Disziplin in Krisen schwerer wiegt als opportunistisches Timing.

§ 4 WO DER ECHTE HEBEL LIEGT

In der Finanzpraxis steht **Hebel** meist für den Einsatz von Fremdkapital. In diesem Briefing geht es um eine andere Bedeutung: die wirksamste Stellschraube, die ein Investor über lange Anlagehorizonte in der Hand hat, nämlich die jährliche Kostenbelastung. Über 30 Jahre kumuliert sie mathematisch sicher und übertrifft im Erwartungswert das, was Marktprognosen, Manager-Auswahl oder Timing-Versuche im Durchschnitt einbringen.

Die Managementkosten des GPFG liegen bei **0,04 % p.a.** (3,3 Basispunkte exklusive Performance Fees, 3,9 Basispunkte inklusive). Diese Zahl ist im internationalen Vergleich beispiellos niedrig. **Yale Endowment** weist nur die direkten Verwaltungskosten aus. Manager Fees und Performance-Beteiligungen innerhalb der Private-Equity- und Hedgefonds-Vehikel kommen indirekt hinzu. Effektive Gesamtkosten werden in der akademischen Literatur (Lerner u.a.) im Bereich von 1,0 bis 1,5 % p.a. verortet. Aktive UCITS-Retail-Fonds in Europa liegen typischerweise zwischen 1,0 und 1,8 %, Hedgefonds traditionell bei 2 % plus 20 % Performance Fee.

Über lange Zeiträume akkumulieren diese Differenzen zu Vermögensunterschieden in nicht-trivialer Höhe. Beispielrechnung: EUR 500.000 Startkapital, 6 % Bruttorendite, 30 Jahre Anlagehorizont.

Vehikel	Gesamtkosten p.a.	Endvermögen	Differenz
GPFG-Annäherung (Welt-ETF)	0,15 %	EUR 2.754.000	Referenz
Aktiver Retail-Fonds	1,5 %	EUR 1.873.000	EUR 881.000 geringer
Effekt allein durch Kosten	**1,35 %**	**EUR 881.000**	**über 30 Jahre**

Diese Differenz ist nicht mit einer erfolgreichen Investmentstrategie begründbar. Sie ist die mathematische Konsequenz von Kosten, die jedes Jahr sicher entnommen werden, unabhängig vom Markt. Bei einem jahrzehntelangen Veranlagungshorizont ist die Kostenstruktur der einzige Hebel, den ein institutioneller Investor mit voller Sicherheit kontrollieren kann.

> *S&P SPIVA-Scorecard 2024: Über zwanzig Jahre haben mehr als 90 % aller aktiv gemanagten US-Aktienfonds ihren Benchmark nach Kosten nicht geschlagen. Bei europäischen Aktienfonds liegt die Quote vergleichbar hoch. Die einzige strukturell gesicherte Alpha-Quelle ist Kostenreduktion.*

§ 5 NACHHALTIGKEIT UND GESELLSCHAFTLICHE VERANTWORTUNG

Das ESG-Mandat des GPFG ist integraler Bestandteil der Risikoarchitektur. Es ruht auf vier Säulen.

- **Avoid.** Mehr als 320 Ausschlüsse plus Staatsanleihen-Ausschlüsse (Stand Februar 2026). Themen: Streubomben, Kernwaffen, Tabak, Kohlebergbau über bestimmten Schwellen, Menschenrechtsverstöße, systematische Steuerumgehung.
- **Advance.** Rund 10.900 Hauptversammlungs-Abstimmungen p.a., alle im Voraus publiziert. Damit nutzt der Fonds seine Eigentümermacht (rund 1,5 % aller weltweit börsennotierten Aktien) zur aktiven Beeinflussung von Vergütungssystemen, Klimazielen und Board-Zusammensetzungen.
- **Accentuate.** Expectation Documents zu Klima, Wasser, Kinderrechten, Steuern und Meeresschutz. Diese definieren explizite Standards, die NBIM von Portfoliounternehmen erwartet.
- **Impact.** Renewables-Mandat NOK 91 Mrd. (EUR 7,9 Mrd. · 0,4 % des Fondsvermögens) per Ende 2025. Dreizehn Direktbeteiligungen in Offshore-Windparks, Solar und Stromnetzen, ausschließlich in Europa. 2025 wurde das Segment verdreifacht.

Diese Integrationstiefe ist unter vergleichbaren Fonds einmalig. Der GPFG erreicht im studien-internen Resilienz-Ranking auf Basis WEF Global Risks Report 2026 mit 23 von 30 Punkten die Spitzengruppe. Schweden 24, Niederlande 25. Österreich liegt bei 11.

Das Paradox bleibt: Die Kapitalquelle ist fossil. Die Anlagepraxis ist führend unter Großinvestoren. Norwegen finanziert mit den Erträgen aus dem Erdölgeschäft den globalen Umbau jener Energiestrukturen, die das Erdöl überflüssig machen sollen.

§ 6 WO DER GPFG STEHT · INTERNATIONALE EINORDNUNG

Im Vergleich mit anderen großen Staatsfonds zeigt der GPFG drei strukturelle Vorteile: Transparenz, Kostendisziplin und politische Unabhängigkeit.

Fonds	AUM (USD)	Transparenz	Kosten	ESG-Framework
GPFG (Norwegen)	**2,09 Bio.**	**10/10**	**0,04 %**	**Vollintegriert**
SAFE Investment Co. (China)	2,0 Bio.	2/10	k.A.	Begrenzt
CIC (China)	1,6 Bio.	8/10	k.A.	In Aufbau
ADIA (VAE)	1,0 Bio.	6/10	k.A.	Begrenzt
PIF (Saudi-Arabien)	1,0 Bio.	5/10	k.A.	Strategisch

k.A. = öffentlich nicht ausgewiesen. Quelle: SWFI Linaburg-Maduell Transparency Index, Annual Reports.

Yale Endowment ist der methodisch wichtigste Kontrastfall. In der Hochphase unter David Swensen (1985 bis 2008) erzielte Yale rund 16 % p.a. mit einem 90-%-Alternatives-Portfolio. Die jüngste 20-Jahres-Rendite (FY2005 bis FY2024) liegt bei rund 9,5 % p.a. Der GPFG kommt im vergleichbaren Zeitfenster auf etwa 7 % p.a.

Diese Renditedifferenz von rund 2,5 % p.a. wird in der Diskussion gerne als Argument gegen passive Großvermögensverwaltung ins Feld geführt. Sie hält der zweiten Frage allerdings nicht stand: Wäre Yales Modell bei der Fondsgröße des GPFG operativ so überhaupt umsetzbar? Yale verwaltet USD 44 Mrd. Der GPFG annähernd das 50-Fache. Bei EUR 1.800 Mrd. AUM würden allein die Skalierungsgrenzen das Modell sprengen. Der weltweite Private-Equity-Markt hätte nicht genug Deal-Flow, die Due-Diligence-Kapazitäten wären überlastet, und der Fonds würde durch sein eigenes Volumen die Märkte verzerren, in die er hineingeht. Wer bei dieser Größenordnung anlegen muss, hat zu einem breit diversifizierten, indexnahen Ansatz keine realistische Alternative.

§ 7 GESAMTBEWERTUNG DER STUDIE

Im Bewertungsraster der Investmentstrategien-Reihe erreicht der GPFG **34 von 35 Punkten**. Cluster-Einordnung: **Beta-König**. Der höchste bislang vergebene Wert.

Dimension	Score
Strategische Konsistenz	5 / 5
Asset Allocation & Diversifikation	5 / 5
Governance & Institutionelle Unabhängigkeit	5 / 5
Systemstabilität & Kapitaldeckung	5 / 5
Strukturelle Kosteneffizienz	5 / 5
Nachhaltigkeitsintegration	4 / 5
Portfolio-Güte	5 / 5
Gesamtscore	**34 / 35**

Der einzige Punktabzug betrifft die Nachhaltigkeitsintegration. Der GPFG verfolgt keinen Best-in-Class-Ansatz, also keine Selektion der nachhaltigsten Unternehmen je Sektor. Das hat zwei Gründe. Erstens würde eine solche Selektion das vorgegebene Tracking-Error-Budget gegen die Marktbenchmark sprengen. Das Mandat verlangt aber einen indexnahen Aufbau. Zweitens hängt jede Best-in-Class-Auswahl an subjektiven ESG-Bewertungen, die politisch angreifbar wären und die institutionelle Neutralität des Fonds beschädigen könnten. NBIM setzt deshalb auf zwei Hebel ohne diesen Konflikt: harte Ausschlüsse (Avoid) und aktive Eigentümerausübung (Advance). Das Impact-Mandat bleibt mit 0,4 % Allokation eine Randposition.

§ 8 WAS INSTITUTIONELLE ENTSCHEIDER MITNEHMEN SOLLTEN

Aus der Analyse ergeben sich vier konkrete Übertragungs-Empfehlungen.

- **Erstens · Kostenstruktur als primärer Hebel.** Liegen die Gesamtkosten eines institutionellen Portfolios über 0,3 % p.a., ist das die erste Stellschraube, an der zu drehen ist. Vor allen taktischen Allokationsentscheidungen. Über zwei und mehr Dekaden übersteigt die Kostenwirkung den Effekt jeder marginalen Renditeoptimierung.
- **Zweitens · Die Governance trägt das Modell.** Hinter den 28 Jahren strategischer Konsistenz des GPFG steht eine institutionelle Architektur, die kurzfristige Eingriffe konsequent unterbindet. Eigentümer, Auftraggeber und operativer Manager sind klar getrennt. Jede Position ist öffentlich. Die Entnahmeregel gilt seit 2001. Wer als Vorsorgekasse, Stiftung oder institutioneller Treuhänder Renditen über Generationen sichern will, investiert zuerst in diese Entkopplung von Stakeholder-Druck und Anlageentscheidung.
- **Drittens · Faktor-Tilts statt Stock-Picking.** Ein Tracking-Error-Budget von 1,25 % reicht aus, um regelbasierte Faktor-Tilts (Value, Quality, Low-Volatility), Wertpapierleihe und systematisches Rebalancing wirksam zu nutzen. Diskretionäre Einzeltitel-Wetten sind dafür nicht erforderlich. Für Institutionen, die zwischen reiner Passivität und teurer Aktivität schwanken, ist das die kalibrierte Mittelposition.
- **Viertens · ESG als Teil der Risikoarchitektur.** Das Vier-Säulen-Framework integriert Nachhaltigkeit in jede Stufe der Risikomessung. Für Institutionen mit ESG-Mandaten von Stakeholdern liefert der GPFG die Blaupause, wie sich Nachhaltigkeit messbar in Portfolio-Entscheidungen umsetzen lässt, ohne in Greenwashing oder Renditeverlust zu kippen.

§ 9 WAS BEDEUTET DAS FÜR ÖSTERREICH?

Die Übertragbarkeit des norwegischen Modells auf systemischer Ebene ist begrenzt. Das österreichische Pensionssystem ist ein Umlagesystem ohne Kapitalstock. Die Altersquote, also die Anzahl der Personen im Pensionsalter pro 100 Erwerbstätige, steigt von heute 39 auf rund 55 bis 2040. Eine vollständige Systemumstellung wäre operativ, fiskalisch und politisch nicht realisierbar, weil zwei Generationen gleichzeitig das alte System und den Aufbau des neuen finanzieren müssten.

Übertragbar sind aber die Governance- und Allokationsprinzipien auf institutioneller Ebene.

- **Vorsorgekassen (BV-Kassen, EUR 23,6 Mrd. unter Verwaltung per Q4 2025).** Die Pflichteinzahlung und das passive Veranlagungsmandat folgen einer ähnlichen Architektur wie der GPFG, allerdings mit einem wesentlichen Unterschied: BV-Kassen müssen gesetzlich eine Kapitalgarantie auf die eingezahlten Beiträge gewähren. Das begrenzt die Aktienquote strukturell und damit den langfristigen Renditeerwartungswert. Governance-Architektur und Kostendisziplin sind dennoch übertragbar. Ein Kostendelta von nur 0,3 % p.a. kostet einen Anwartschaftsberechtigten über 30 Erwerbsjahre einen niedrigen fünfstelligen Eurobetrag an Endvermögen.
- **Pensionskassen (BPG-Kassen, EUR 30,4 Mrd. unter Verwaltung per Q4 2025).** Hier liegt die methodisch nähere Blaupause. Pensionskassen haben in der Veranlagung mehr Spielraum als BV-Kassen, insbesondere in jenen Veranlagungs- und Risikogemeinschaften ohne Kapitalgarantie. Das GPFG-Prinzip aus passivem Kern, Tracking-Error-Budget für regelbasierte Tilts und institutioneller Governance-Trennung lässt sich hier nah am Original anwenden.

▸ **Stiftungen und Family Offices mit Generationenhorizont.** Passiver Kern, Tracking-Error-Budget für regelbasierte Tilts, ESG-Integration. Norwegen liefert den Beleg, dass dieser Zuschnitt auch bei Großbeträgen funktioniert, ohne Renditeverzicht.

Ein Norweger hat per 31.12.2025 rechnerisch EUR 327.000 GPFG-Vermögen. Ein Österreicher hat ein Umlagesystem, das mit jeder demografischen Verschiebung an Tragfähigkeit verliert. Den Unterschied macht nicht das Öl. Den Unterschied macht eine politische Entscheidung, die Norwegen 1990 traf und Österreich nie traf. Wer heute nicht beginnt, hat in dreißig Jahren keine Basis.

§ 10 QUELLEN-KERN

- NBIM (2026) · Annual Report 2025 · nbim.no
- NBIM (2024) · Return and Risk 2024
- Norwegian Ministry of Finance · Meld. St. 2 (2024–2025)
- Mork-Kommission (2016) · NOU 2016:20 · Aksjeandelen i Statens pensjonsfond utland
- Ang, Goetzmann, Schaefer (2009) · Evaluation of Active Management of the Norwegian GPFG
- S&P Dow Jones Indices (2024) · SPIVA Scorecard US & Europe Year-End 2024
- Lerner, Schoar, Wang (2008) · Secrets of the Academy · Drivers of University Endowment Performance
- Markowitz (1952) · Portfolio Selection · Journal of Finance, 7(1)
- Fama (1970) · Efficient Capital Markets · Journal of Finance, 25(2)
- Fama & French (1993, 2015) · Three- und Five-Factor-Modelle
- Bessembinder (2018, 2023) · Do Stocks Outperform Treasury Bills?
- Brinson, Hood, Beebower (1986) · Determinants of Portfolio Performance
- Swensen (2009) · Pioneering Portfolio Management
- Statistics Norway (2025) · BIP + General Government Net Financial Assets
- World Economic Forum (2026) · Global Risks Report 2026

VOLLSTÄNDIGE WHITEPAPER-ANALYSE

Government Pension Fund Global · V11.15 Nordic

Juni 2026 · 230 Seiten · 29 eingebettete Grafiken · Literaturverzeichnis mit über 90 Quellen

→ **obergantschnig.at/30aus30**
→ **e-fundresearch.com/investmentstrategien**

DR. JOSEF OBERGANTSCHNIG · MBA · CIIA · CEFA · CESGA

Kapitalmarktexperte · Hochschullektor · Buchautor

Kolumne (e-fundresearch.com): e-fundresearch.com/author/obergantschnig

www.josefobergantschnig.at · obergantschnig@obergantschnig.at

© 2026 Dr. Josef Obergantschnig · Whitepaper V11.15 · Juni 2026 · Datenstichtag 31.12.2025

Dieses Dokument dient ausschließlich Informations- und Bildungszwecken. Es stellt keine Anlageberatung, Finanzberatung oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren dar. Stand der Daten: 31. Dezember 2025, sofern nicht anders ausgewiesen.