

## RESEARCH REPORT SERIES

IZA Research Report No. 135

# Staatsfonds im internationalen Vergleich

Kurzexpertise im Auftrag des Bundesministeriums für Arbeit und Soziales

**Holger Bonin** (IZA)

**Ulf Rinne** (IZA)

unter Mitarbeit von:

**Charlotte Nenzel** (IZA)

**Margard Ody** (IZA)

NOVEMBER 2022



Bundesministerium  
für Arbeit und Soziales

FORSCHUNGSBERICHT 609

# Staatsfonds im internationalen Vergleich

## Kurzexpertise

---

November 2022

ISSN 0174-4992



# Staatsfonds im internationalen Vergleich



Forschungsinstitut zur Zukunft der Arbeit GmbH (IZA)

Schaumburg-Lippe-Straße 5–9  
53113 Bonn

Holger Bonin (IZA)  
Ulf Rinne (IZA)

*Unter Mitarbeit von:*  
Charlotte Nenzel (IZA)  
Margard Ody (IZA)

August 2022

Erstellt im Auftrag des Bundesministeriums für Arbeit und Soziales.

Die Durchführung der Untersuchungen sowie die Schlussfolgerungen aus den Untersuchungen sind von den Auftragnehmern in eigener wissenschaftlicher Verantwortung vorgenommen worden. Das Bundesministerium für Arbeit und Soziales übernimmt insbesondere keine Gewähr für die Richtigkeit, Genauigkeit und Vollständigkeit der Untersuchungen.



## Kurzbeschreibung

In jüngster Zeit gibt es vermehrt Vorschläge, einen Staatsfonds bzw. ein Vermögensportfolio der öffentlichen Hand zur Stärkung der Altersvorsorge oder auch zur Stabilisierung des allgemeinen Staatshaushalts aufzubauen. Vor diesem Hintergrund gibt diese Kurzexpertise eine Übersicht über die strukturellen Charakteristika ausgewählter staatlich organisierter oder verwalteter Fonds, die in anderen Ländern bereits etabliert sind, bereits ein substanzielles Volumen (gemessen in Relation zum jeweiligen BIP) erreicht haben und primär dem Zweck der Absicherung von Alterseinkünften dienen. Neben einer Charakterisierung der Merkmale dieser Staatsfonds im Status quo und einer ländervergleichenden Gegenüberstellung werden auch Problemlagen der jüngeren Vergangenheit betrachtet. Dies geschieht im Rahmen von Kurzdarstellungen der betrachteten Staatsfonds.

## Abstract

Recently, there have been increasing proposals to establish a sovereign wealth fund or a public sector asset portfolio to strengthen the pension system or to stabilize the general government budget. Against this background, this report provides an overview of the structural characteristics of selected government-organized or managed funds that are already established in other countries, have already reached a substantial volume (measured in relation to the respective GDP) and primarily serve the purpose of stabilizing the pension system. In addition to a characterization of the features of these funds in the status quo and a cross-country comparison, problematic situations in the recent past are also considered. This is done in the context of brief descriptions of the funds under review.

# Inhalt

<b>Tabellenverzeichnis</b>	<b>7</b>
<b>Abbildungsverzeichnis</b>	<b>7</b>
<b>Abkürzungsverzeichnis</b>	<b>8</b>
<b>Zusammenfassung</b>	<b>10</b>
<b>1. Einleitung</b>	<b>11</b>
<b>2. Betrachtete Staatsfonds im Überblick</b>	<b>12</b>
<b>3. Kurzdarstellungen der betrachteten Staatsfonds</b>	<b>16</b>
3.1 USA: <i>Old-Age and Survivors Insurance (OASI) Trust Fund</i>	16
3.2 Japan: <i>Government Pension Investment Fund (GPIF)</i>	18
3.3 Südkorea: <i>National Pension Fund (NPF)</i>	20
3.4 Kanada: <i>Canada Pension Plan (CPP) Reserve Fund / Investment Board</i>	22
3.5 Schweden: <i>AP1 bis AP4 und AP6</i>	24
3.6 Israel: <i>National Insurance Funds</i>	26
3.7 Finnland: <i>Keva's Pension Liability Fund</i>	27
3.8 Neuseeland: <i>New Zealand Superannuation Fund (NZSF)</i>	28
3.9 Luxemburg: <i>Fonds de Compensation (FDC)</i>	31
3.10 Norwegen: <i>Government Pension Fund Global (GPFG)</i>	33
<b>4. Fazit und Bewertung</b>	<b>35</b>
<b>Literaturverzeichnis</b>	<b>37</b>

## Tabellenverzeichnis

Tabelle 2.1	Ausgewählte strukturelle Charakteristika der betrachteten Staatsfonds	13
Tabelle 3.1	Merkmale des Old-Age and Survivors Insurance (OASI) Trust Fund	17
Tabelle 3.2	Merkmale des Government Pension Investment Fund (GPIF)	19
Tabelle 3.3	Merkmale des National Pension Fund (NPF)	21
Tabelle 3.4	Merkmale des CPP Reserve Fund / Investment Board	24
Tabelle 3.5	Merkmale der schwedischen Staatsfonds AP1 bis AP4 und AP6	26
Tabelle 3.6	Merkmale von Keva's Pension Liability Fund	28
Tabelle 3.7	Merkmale des New Zealand Superannuation Fund (NZSF)	30
Tabelle 3.8	Merkmale des Fonds de Compensation (FDC)	32
Tabelle 3.9	Merkmale des Government Pension Fund Global (GPF)	34

## Abbildungsverzeichnis

Abbildung 2.1	Indexierte Entwicklung des Kapitalstocks der Staatsfonds seit 2004 (2004=100)	14
---------------	---	----

# Abkürzungsverzeichnis

BIP	Bruttoinlandsprodukt
AP1	Första AP-Fonden (Schweden)
AP2	Andra AP-Fonden (Schweden)
AP3	Tredje AP-Fonden (Schweden)
AP4	Fjärde AP-Fonden (Schweden)
AP6	Sixth AP Fund (Schweden)
AP7	Seventh AP Fund (Schweden)
BMAS	Bundesministerium für Arbeit und Soziales
CAD	Kanadische Dollar
CPP	Canada Pension Plan (Kanada)
CPPIB	Canada Pension Plan Investment Board (Kanada)
DI	Disability Insurance (USA)
EUR	Euro
FDC	Fonds de Compensation (Luxemburg)
GPF	Government Pension Fund Global (Norwegen)
GPIF	Government Pension Investment Fund (Japan)
IGSS	Inspection générale de la sécurité sociale (Luxemburg)
ILO	International Labour Organization
IZA	Forschungsinstitut zur Zukunft der Arbeit
JPY	Japanischer Yen
Keva	Kuntien eläkevakuutus (Finnland)
KRW	Südkoreanischer Won
NII	National Insurance Institute (Israel)
NOK	Norwegische Krone
NPF	National Pension Fund (Südkorea)
NPP	National Pension Plan (Südkorea)
NPS	National Pension Service (Südkorea)
NPSIM	Investment Management Corporation des NPS (Südkorea)
NZD	Neuseeland-Dollar
NZS	New Zealand Superannuation (Neuseeland)
NZSF	New Zealand Superannuation Fund (Neuseeland)
OASI	Old-Age and Survivors Insurance (USA)
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development

SICAV-FIS	Société d'investissement à capital variable – Fonds d'investissement spécialisé (Luxemburg)
SSA	Social Security Administration (USA)

# Zusammenfassung

Die zehn Staatsfonds, die in dieser Kurzexpertise betrachtet werden, sind in den verschiedenen Ländern bereits etabliert, haben jeweils ein substanzielles Volumen erreicht und dienen zumeist primär dem Zweck der Absicherung von Alterseinkünften. Auf Grundlage einer vergleichenden Übersicht ihrer strukturellen Charakteristika und einer Darstellung wesentlicher Entwicklungen seit ihrer Einrichtung – inklusive Reformen, Anpassungen und den Umgang mit Krisen – lassen sich einige Gemeinsamkeiten und Trends, aber auch Besonderheiten erkennen.

So zeigt sich über einen Zeitraum von mehreren Jahrzehnten ein Trend zur Professionalisierung und Internationalisierung der Rentenreservefonds. Dies betrifft sowohl die Governance-Strukturen der Staatsfonds als auch die jeweiligen Anlagestrategien und das Risikomanagement. Zum Teil wurden diese Schritte in Reaktion auf Kritik vollzogen, zum Teil ist sie aber auch das Ergebnis eines zunehmenden (politischen) Handlungsdrucks. Erstens zeichnen sich in den jeweiligen Altersvorsorgesystemen die Auswirkungen des demografischen Wandels immer deutlicher ab. Dies unterstreicht die Notwendigkeit einer hohen Rendite bei gleichzeitiger Risikominimierung. Zweitens ist es häufig gesellschaftlich bedeutender geworden, die Ziele der Staatsfonds und ihre Anlagestrategien um weitere Zwecke – vor allem um soziale, ethische und ökologische – zu ergänzen.

Ein zunehmender (politischer) Handlungsdruck oder offen geäußerte Kritik führte in einigen Fällen auch dazu, dass die Unabhängigkeit der Staatsfonds institutionell gestärkt wurde. Auch auf diese Weise ist insgesamt ein über die Zeit abnehmender politischer Einfluss auf die Staatsfonds festzustellen. Abgesehen von einzelnen Ausnahmen ist die Bedeutung nationaler industriepolitischer Ziele für die strategische Ausrichtung der Staatsfonds deutlich geringer geworden – oder diese Ziele sind sogar ganz verschwunden. Hervorzuheben ist in diesem Zusammenhang der norwegische Staatsfonds, denn hier wird das Fondskapital bereits seit seiner Einrichtung ausschließlich außerhalb Norwegens angelegt. Dies ist eine sehr klare institutionelle Regelung, um eine Ausrichtung der Anlagestrategie des Fonds an nationalen (industriepolitischen) Interessen auszuschließen. Eine Ausrichtung an nationalen Interessen kann mit den Fondszielen kollidieren – insbesondere mit den Zielen einer hohen Rendite und der Risikodiversifizierung.

Die Anlagestrategien und das Risikomanagement der betrachteten Staatsfonds sind inzwischen fast durchweg als professionell zu bezeichnen. In der Regel dienen international etablierte Methoden und Verfahren des Portfoliomanagements als Benchmark und kommen zur Anwendung. Dies zeigt sich häufig auch in der Gründung von separaten Gesellschaften, die das Portfoliomanagement im Auftrag der jeweiligen Träger übernommen haben. Interessant erscheint in diesem Zusammenhang der schwedische Ansatz, da hier vier verschiedene Rentenreservefonds miteinander konkurrieren, um durch (internen) Wettbewerb letztlich eine bessere Gesamtrendite zu erzielen, aber auch die Kapitalmarktrisiken stärker – und institutionell verankert – zu diversifizieren.

In der jüngeren Vergangenheit erhöht sich insbesondere die Bedeutung umweltpolitischer Ziele in den Anlagestrategien der Staatsfonds sehr deutlich. Diese wurden inzwischen häufig im Leitbild der Staatsfonds ergänzt, und ihnen wird in den aktuellen Jahresberichten zumeist viel Platz eingeräumt.

# 1. Einleitung

In jüngster Zeit gibt es vermehrt Vorschläge, einen Staatsfonds bzw. ein Vermögensportfolio der öffentlichen Hand aufzubauen – sei es im Speziellen zur Stärkung der Altersvorsorge oder auch zur Stabilisierung des allgemeinen Staatshaushalts. Wie sich ein Staatsfonds volkswirtschaftlich und auf die gesellschaftliche Wohlfahrt auswirkt, hängt nicht nur davon ab, wie dieser finanziert wird und wofür seine Erträge verwendet werden, sondern wesentlich auch von dessen Volumen und der Art der Governance Strukturen. Diesbezüglich sind sehr unterschiedliche Ausgestaltungen denkbar.

Vor diesem Hintergrund gibt diese Kurzexpertise eine Übersicht über strukturelle Charakteristika wesentlicher staatlich organisierter oder verwalteter Fonds, die in anderen Ländern bereits etabliert sind. Neben einer Charakterisierung der Merkmale dieser Staatsfonds im Status quo und einer ländervergleichenden Gegenüberstellung der aktuell anzutreffenden Ausgestaltungen werden auch Problemlagen der jüngeren Vergangenheit – also etwa ab der Jahrtausendwende – betrachtet. Dies geschieht im Rahmen von Kurzdarstellungen der betrachteten Staatsfonds.

In dieser Kurzexpertise kann nur eine begrenzte Auswahl von Staatsfonds betrachtet werden. Deshalb ist die Darstellung auf zehn staatlich organisierte oder verwaltete Staatsfonds beschränkt, die bereits ein substantielles Volumen (gemessen in Relation zum jeweiligen BIP) erreicht haben und primär dem Zweck der Absicherung von Alterseinkünften dienen. Gemäß der Klassifikation in Freudenberg (2017) liegt der Fokus mithin auf Rentenreservefonds. Allgemeine Staatsfonds, die auf die Unterstützung weiter gefasster Politikfelder ausgerichtet sind, sind hingegen ausgeschlossen. Durch diese Beschränkung fallen vor allem eine Reihe sehr substanzieller Staatsfonds der Golfstaaten und asiatischer Länder aus der Untersuchung heraus.<sup>1</sup>

Vor diesem Hintergrund werden nachfolgend diese zehn Staatsfonds betrachtet (in eckigen Klammern das Unterkapitel, das eine kurze Beschreibung des jeweiligen Staatsfonds enthält):

- USA: *Old-Age and Survivors Insurance (OASI) Trust Fund* [Abschnitt 3.1],
- Japan: *Government Pension Investment Fund (GPIF)* [Abschnitt 3.2],
- Südkorea: *National Pension Fund (NPF)* [Abschnitt 3.3],
- Kanada: *Canada Pension Plan (CPP) Reserve Fund / Investment Board* [Abschnitt 3.4],
- Schweden: *AP1 – AP4 und AP6* [Abschnitt 3.5],
- Israel: *National Insurance Funds* [Abschnitt 3.6],
- Finnland: *Keva's Pension Liability Fund* [Abschnitt 3.7],
- Neuseeland: *New Zealand Superannuation Fund (NZSF)* [Abschnitt 3.8],
- Luxemburg: *Fonds de Compensation (FDC)* [Abschnitt 3.9], und
- Norwegen: *Government Pension Fund Global (GPF)* [Abschnitt 3.10].

Vor Kurzdarstellungen der einzelnen Staatsfonds (Kapitel 0) folgt zunächst eine kurze Übersicht wesentlicher Merkmale der betrachteten Staatsfonds im Vergleich (Kapitel 2). Das abschließende Kapitel arbeitet Gemeinsamkeiten, Trends und Besonderheiten heraus, es reflektiert verschiedene Formen der Ausgestaltung bestehender Staatsfonds, und es nennt Ansatzpunkte bzw. mögliche Fallstudien für vertiefende Analysen (Kapitel 4).

---

<sup>1</sup> Von den fünf weltweit größten allgemeinen Staatsfonds (Stand: 2016; Freudenberg 2017) werden im Rahmen dieser Kurzexpertise die Fonds aus China, den Vereinigten Arabischen Emiraten, Kuwait und Saudi-Arabien nicht betrachtet. Der norwegische Staatsfonds wird jedoch betrachtet, weil dieser seit dem Jahr 2006 (auch) das Ziel verfolgt, das dortige Rentensystem zu stabilisieren.

## 2. Betrachtete Staatsfonds im Überblick

Tabelle 2.1 zeigt ausgewählte strukturelle Charakteristika der zehn betrachteten Staatsfonds im Vergleich. Dabei wird deutlich, dass es sich bei neun der zehn betrachteten Staatsfonds um Reservefonds der öffentlichen Renten- bzw. Sozialversicherung handelt.<sup>2</sup> Nur der norwegische Staatsfonds ist ein allgemeiner Staatsfonds, der sich aus sämtlichen Öl- und Gaseinnahmen des norwegischen Staates speist. Dagegen sind – mit Ausnahme des neuseeländischen Staatsfonds, der steuerfinanziert ist – die betrachteten Rentenreservefonds jeweils beitragsfinanziert.

Das Kapitalvolumen der betrachteten Rentenreservefonds ist substantiell: Absolut gesehen sind die Fonds in den USA, Japan und Südkorea die drei weltweit größten Rentenreservefonds. Wird dagegen das Volumen in Relation zum jeweiligen BIP gemessen, ragt der norwegische Staatsfonds heraus, dessen Volumen mehr als das Dreifache des nationalen BIP beträgt (332 Prozent). Bei den reinen Rentenreservefonds beträgt das Volumen des japanischen, schwedischen und luxemburgischen Fonds jeweils etwa ein Drittel des jeweiligen BIP; das Volumen des südkoreanischen Rentenreservefonds beträgt gut 43 Prozent des BIP. Das Volumen der übrigen Rentenreservefonds ist, gemessen als Anteil am BIP, geringer.

Die Fonds wurden zu unterschiedlichen Zeitpunkten eingerichtet. Der älteste betrachtete Staatsfonds ist derjenige aus den USA aus dem Jahr 1937, gefolgt vom israelischen Staatsfonds (gegründet 1954) und dem kanadischen Staatsfonds (gegründet 1966). In Südkorea, Finnland und Norwegen wurden die Staatsfonds Ende der 1980er Jahre bzw. zu Beginn der 1990er Jahre eingerichtet, in den übrigen vier Ländern (Japan, Schweden, Neuseeland, Luxemburg) in den 2000er Jahren.

Die Rentenreservefonds sind in ihrer Funktion überwiegend als „Pufferfonds“ zu bezeichnen. Sie verfolgen mithin das Ziel, die Effekte des demografischen Wandels auf das umlagefinanzierte staatliche Rentensystem des jeweiligen Landes entweder über einen bestimmten Zeitraum oder sogar ohne zeitliche Begrenzung abzumildern. Auf diese Weise sollen auch bei einer alternden und schrumpfenden Erwerbsbevölkerung die Stabilität des nationalen Rentensystems gesichert und Maßnahmen wie eine Erhöhung der Beitragssätze, eine Erhöhung des Renteneintrittsalters oder eine Kürzung der Leistungen begleitet, hinausgezögert oder vermieden werden.

Im Hinblick auf Funktion und Zielsetzung nimmt der norwegische Staatsfonds erneut eine Sonderstellung gegenüber den anderen neun Rentenreservefonds ein: Denn dieser weltweit größte allgemeine Staatsfonds wurde im Jahr 1990 mit dem Ziel eingerichtet, die Einnahmen aus den Erdöl- und Gasvorkommen des Landes zeitlich zu strecken, um eine Überhitzung der Ökonomie zu verhindern. Erst im Jahr 2005 wurde die Zielsetzung erweitert, um vor dem Hintergrund des demografischen Wandels die Finanzierung der ersten Säule des norwegischen Rentensystems (Garantierrente und einkommensbezogene Zusatzrente) zu sichern. Weiterhin gilt jedoch die allgemeine Vorgabe, dass jedes Jahr ein gewisser Teil des Fondsvermögens zur Finanzierung des allgemeinen Staatshaushaltes verwendet werden soll.

Auch wenn zwischen den anderen betrachteten Staatsfonds grundsätzlich eine größere Vergleichbarkeit herrscht, weisen auch diese einige Besonderheiten auf – etwa im Hinblick auf bestimmte Vorgaben für die Anlagestrategie oder Ein- und Auszahlungen, den Umgang mit Krisen, durchgeführte Reformen oder bestehenden Reformbedarf. Diese Besonderheiten werden im folgenden Kapitel im Rahmen von „Steckbriefen“ der einzelnen Staatsfonds genauer beschrieben.

<sup>2</sup> Der von Keva betriebene finnische Staatsfonds wird hier mitgezählt. Keva ist eine unabhängige Körperschaft des öffentlichen Rechts und in Finnland für die Rentenangelegenheiten im öffentlichen Sektor zuständig.

**Tabelle 2.1 Ausgewählte strukturelle Charakteriska der betrachteten Staatsfonds**

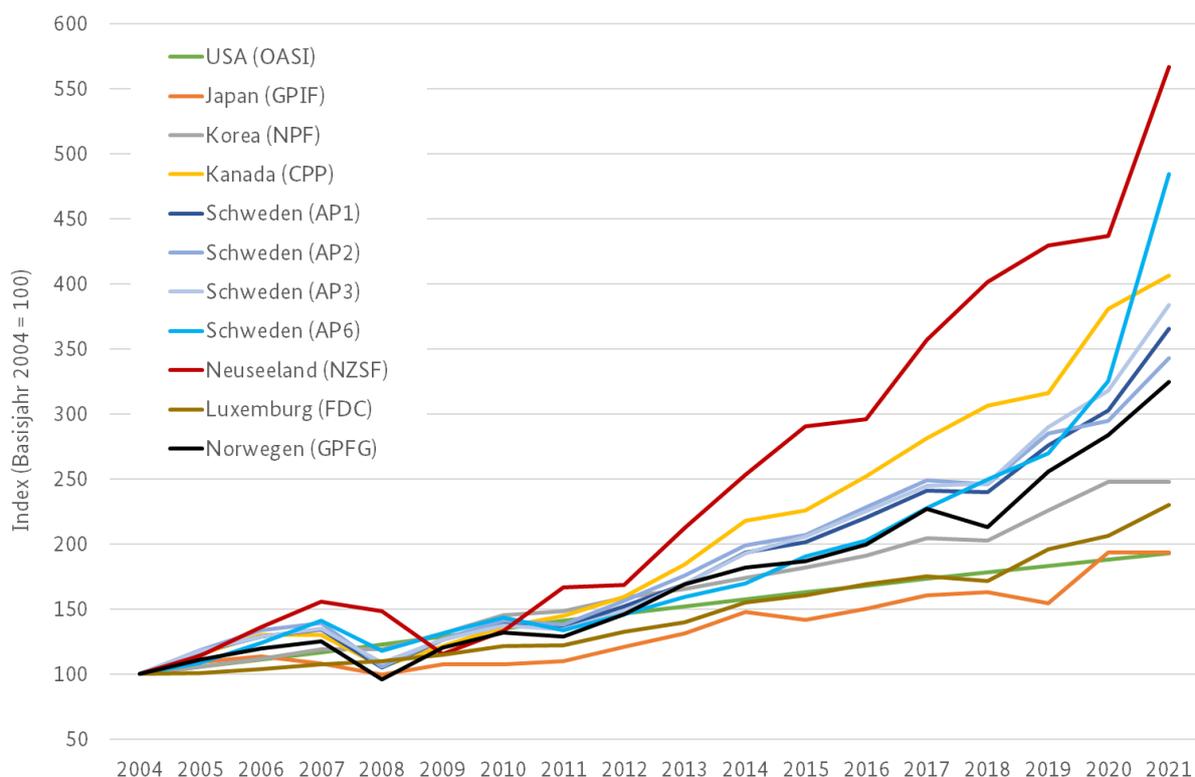
	USA	Japan	Korea	Kanada	Schweden	Israel	Finnland	Neuseeland	Luxemburg	Norwegen
<b>Bezeichnung</b>	Old-Age and Survivors Insurance (OASI) Trust Fund	Government Pension Investment Fund (GPIF)	National Pension Fund (NPF)	Canada Pension Plan (CPP) Reserve Fund / Investment Board	AP1-AP4 und AP6	National Insurance Funds	Keva's Pension Liability Fund	New Zealand Superannuation Fund (NZSF)	Fonds de Compensation (FDC)	Government Pension Fund Global (GPF)
<b>Einrichtungsjahr</b>	1937	2001 (seit 2006 unabhängig)	1988	1966 (seit 1997: CPP Investment Board)	2000	1954	1988	2001	2004	1990
<b>Volumen (in Mio. US-Dollar)</b>	2.811.716	1.714.783	766.294	370.022	171.626	73.253	72.215	28.272	23.943	880.000 (2016)
<b>Volumen (in % des BIP)</b>	13,4	33,0	43,3	21,6	31,8	17,0	24,8	13,5	33,6	332
<b>Stellung im Kontext des nationalen Rentensystems</b>	Rentenreservefonds (öffentliche RV), beitragsfinanziert	Rentenreservefonds (öffentliche RV), beitragsfinanziert	Rentenreservefonds (öffentliche RV), beitragsfinanziert	Rentenreservefonds (öffentliche RV), beitragsfinanziert	Rentenreservefonds (öffentliche RV), beitragsfinanziert		Rentenreservefonds (öffentlicher Sektor), beitragsfinanziert	Rentenreservefonds, steuerfinanziert durch allgemeinen Staatshaushalt	Rentenreservefonds (öffentliche RV), beitragsfinanziert	Allgemeiner Staatsfonds, finanziert durch Öl- und Gaseinnahmen
<b>Ziele und Funktion</b>	Verwaltung der Einnahmen und Zahlung der Leistungen	Langfristige Sicherstellung der Finanzstabilität der jeweiligen Systeme	Sicherstellung der Einführung des nationalen Rentensystems und der Rentenzahlungen	Stabilisierung der Einnahmen und Ausgaben des umlagefinanzierten Systems	Absicherung der Rentenzahlungen und Unterstützung der Finanzstabilität des Rentensystems	langfristige Absicherung der finanziellen Nachhaltigkeit des Systems	Unterstützung eines langfristig stabilen Beitragslevels	Unterstützung für künftige Rentenzahlungen, soziale Absicherung im Alter für Personen mit geringen Einkommen	Ausgleich von Schocks auf der Einnahmen- und Ausgabenseite der allgemeinen Rentenversicherung	seit 2006: primär Stabilisierung des Rentensystems (zuvor: zeitliche Streckung der Einnahmen aus Erdölvorkommen)
<b>Besonderheiten</b>	Fondskapital wird ausschließlich in nationale Staatsanleihen angelegt; besonderes Konzept des Rechnungswesens des Bundeshaushalts	Anpassung des Leitungsgremiums im Jahr 2017 nach OECD-Kritik an fehlender Unabhängigkeit von der japanischen Regierung	Vermögenswerte sollen verwendet werden, wenn die Abflüsse aus dem nationalen Rentensystem die Zuflüsse aufgrund des demografischen Wandels übersteigen	Dauerhafte Vorfinanzierung des öffentlichen Rentensystems durch Reservefonds (seit 1997), ohne dass Reserven jemals aufgebraucht werden sollen	Konkurrierende Staatsfonds der umlagefinanzierten Säule im Mehssäulensystem in der Rentenversicherung	Zinseinnahmen sind eine Einkommensquelle des National Insurance Institute (NII). Finanzreserven werden in nicht am Markt gehandelte Staatsanleihen investiert.	Vorfinanzierung der Renten im öffentlichen Sektor, ohne dass Reserven jemals aufgebraucht werden sollen	Bislang noch keine Auszahlungen, gesetzlich festgelegte Formel für Ein- und Auszahlungen	SV-Beiträge zur Finanzierung des Rentensystems und des Fonds werden seit 1990 zwischen AN, AG und Staat getrielt	Größter allgemeiner Staatsfonds der Welt, nur Investments außerhalb Norwegens erlaubt

Anmerkungen: Die Angaben zum Volumen der Staatsfonds beziehen sich, wenn nicht anders vermerkt, auf das Jahresende 2020. Die Quellenlage zum israelischen Staatsfonds lässt keine vollständigen Angaben zu allen in der Tabelle gelisteten strukturellen Merkmale zu (vgl. Abschnitt 3.6).

Quellen: OECD (2016), OECD (2021), ILO (2020) und Freudenberg (2017) sowie Webseiten und Jahresberichte der einzelnen Staatsfonds.

Vor den Kurzdarstellung der einzelnen Staatsfonds veranschaulicht Abbildung 2.1 die indexierte Entwicklung des Kapitalstocks von acht der zehn hier betrachteten Staatsfonds seit dem Jahr 2004.<sup>3</sup> Dieses Basisjahr wurde aufgrund der verfügbaren Daten gewählt, um die Entwicklung möglichst vieler der hier betrachteten Staatsfonds in einer gemeinsamen Darstellung visualisieren zu können. Außerdem sollte ein ausreichender Vorlauf vor dem Beginn der Finanz- und Wirtschaftskrise in den Jahren 2008/09 vorhanden sein, deren Auswirkungen in der Darstellung erkennbar sind. Für den Rückgang des Kapitalstocks im Rahmen der Finanz- und Wirtschaftskrise in den Jahren 2008/09 zeichnen im Wesentlichen zwei Faktoren: Erstens führte sie aufgrund negativer Renditen zu Wertverlusten im Portfolio einiger Staatsfonds; und zweitens fielen bei einigen Staatsfonds die vorgesehenen Einzahlungen geringer aus oder sie entfielen sogar gänzlich.

**Abbildung 2.1 Indexierte Entwicklung des Kapitalstocks der Staatsfonds seit 2004 (2004=100)**



Quellen: Webseiten und Jahresberichte der einzelnen Staatsfonds.

Anmerkungen: Die jährlichen Indexwerte beziehen sich auf die jeweilige Landeswährung. Ausnahme ist Norwegen, dort wurde die Währungszusammensetzung des Fonds der Berechnung zugrunde gelegt. Die jährlichen Indexwerte sind nach Abzug von (Management-)Kosten ausgewiesen. Ausnahme bilden die Werte für Korea und Norwegen, die brutto ausgewiesen sind. Die Daten beziehen sich auf das jeweilige Fiskaljahr. Das Fiskaljahr 2021 umschließt den Zeitraum vom 1. Januar 2021 bis 31. Dezember 2021. Ausnahmen bilden Japan und Kanada (1. April 2021 bis 31. März 2022) sowie Neuseeland (1. Juli 2020 bis 30. Juni 2021). Bei widersprüchlichen Angaben wurden die aktuellsten vorliegenden Daten verwendet.

<sup>3</sup> In der Abbildung wird die Entwicklung des indexierten Kapitalstocks der vier schwedischen Staatsfonds AP1, AP2, AP3 und AP6 separat dargestellt, sodass dort insgesamt elf Staatsfonds enthalten sind.

Außerdem zeigt sich in Abbildung 2.1 eine eher große Heterogenität in der Entwicklung der Kapitalstocks: Während sich der Kapitalstock des neuseeländischen Staatsfonds seit 2004 beinahe versechsfacht hat, haben die Staatsfonds in den USA und Japan ihre Kapitalstocks im gleichen Zeitraum nicht einmal verdoppelt. Ein eher geringes Wachstum hatten in diesem Zeitraum auch die Staatsfonds in Korea und Luxemburg zu verzeichnen. In der Rangfolge der Fonds mit dem größten Zuwachs des Kapitalstocks folgen der schwedische Fonds AP6<sup>4</sup> und der kanadische Rentenreservefonds hinter dem in dieser Hinsicht führenden neuseeländischen Fonds.

Es ist jedoch anzumerken, dass die Vergleichbarkeit der Entwicklung des Kapitalstocks der verschiedenen Staatsfonds in Abbildung 2.1 aufgrund unterschiedlicher Entwicklungsphasen, in denen sich diese befinden, eingeschränkt ist. Die Entwicklung des Kapitalstocks ergibt sich aus den erwirtschafteten Kapitalerträgen sowie aus der Differenz von Ein- und Auszahlungen. Befindet sich ein Staatsfonds noch in der Aufbauphase, leistet also noch keine Auszahlungen, wächst dieser auch ohne erwirtschaftete Kapitalerträge. Dagegen wird das Volumen eines aufzehrenden Staatsfonds in der Auszahlungsphase kleiner, wenn den geleisteten Auszahlungen nicht erwirtschaftete Kapitalerträge in mindestens gleichem Umfang gegenüberstehen. So wurde etwa der neuseeländische Staatsfonds im Jahr 2001 eingerichtet und es erfolgten seitdem noch keine Auszahlungen (siehe Abschnitt 3.8). Dagegen leistet beispielsweise der im Jahr 1937 eingerichtete US-amerikanische Staatsfonds laufend Auszahlungen für Leistungen der Sozialversicherung (siehe Abschnitt 3.1).

---

<sup>4</sup> Zu beachten ist, dass der schwedische Fonds AP6 ausschließlich in Private Equity investiert.

### 3. Kurzdarstellungen der betrachteten Staatsfonds

In den nachstehenden Kurzdarstellungen der zehn betrachteten Staatsfonds werden, neben einer Beschreibung ihrer Historie und wesentlicher Strukturmerkmale, auch strukturelle Stärken und Probleme sowie ggf. besondere Entwicklungen – etwa Veränderungen durch wirtschaftliche und politische Schocks und vorgenommene oder diskutierte Reformen – thematisiert.

#### 3.1 USA: *Old-Age and Survivors Insurance (OASI) Trust Fund*

Der Old-Age and Survivors Insurance (OASI) Trust Fund wurde im Jahr 1937 eingerichtet, um im Umlageverfahren gegebenenfalls anfallende Überschüsse aus Beitragszahlungen anzulegen. Er ist gleichzeitig, gemeinsam mit dem Disability Insurance (DI) Trust Fund, in den USA für die Zahlung von Sozialversicherungsleistungen zuständig (ILO 2020). Träger ist die United States Social Security Administration (SSA), die eine unabhängige Behörde der US-Bundesregierung ist. Obwohl beide Fonds rechtlich getrennt sind, werden sie gemeinsam als „Social Security Trust Fund“ bezeichnet. Alle Lohnabgaben und weitere zweckgebundene Einnahmen der Sozialversicherung werden hier eingezahlt und sämtliche Leistungen und Verwaltungsausgaben ausgezahlt.

Die Finanzierung der Sozialversicherung erfolgt vor allem durch Arbeitgeber- und Arbeitnehmerbeiträge der Versicherten (außerdem durch Bundeseinkommenssteuern, die von einigen Leistungsempfängern auf einen Teil ihrer Leistungen entrichtet werden, und durch Zinserträge aus den Anlagen des Sozialversicherungsfonds): Bei abhängig Beschäftigten betragen die Arbeitgeber- und Arbeitnehmerbeiträge jeweils 7,65 Prozent (davon 6,2 Prozent für die Sozialversicherung und 1,45 Prozent für Medicare Hospital Insurance), Selbstständige führen 15,3 Prozent ab (davon 12,4 Prozent für die Sozialversicherung und 2,9 Prozent für Medicare Hospital Insurance). Diese Beitragssätze werden auf Löhne und das Nettoeinkommen aus selbstständiger Tätigkeit bis zu einem Betrag von 147.000 USD erhoben (Stand: 2022). Im Jahr 2021 beliefen sich die Einnahmen der Sozialversicherung durch Arbeitgeber- und Arbeitnehmerbeiträge auf 980,6 Mrd. Dollar (rund 90 Prozent der Gesamteinnahmen).

Das Board of Trustees, das den OASI Treuhandfonds verwaltet, besteht aus 6 Mitgliedern: dem Finanzminister (der als geschäftsführender Treuhänder agiert), dem Arbeitsminister, dem Minister für Gesundheit und Soziale Dienste, dem Beauftragten für die Sozialversicherung sowie zwei weiteren, vom US-Präsidenten ernannten und vom Senat bestätigten Mitgliedern. Der Finanzminister als geschäftsführender Treuhänder ist für die Anlage der Gelder verantwortlich, der diese Aufgabe wiederum an eine Dienststelle des US-Finanzministeriums (Bureau of the Fiscal Service) delegiert hat.

Das US-Finanzministerium zahlt monatlich Sozialversicherungsleistungen an Einzelpersonen, die von der SSA angewiesen werden. Wenn das US-Finanzministerium Leistungszahlungen vornimmt, werden die Treuhandfonds der Sozialversicherung mit den Zahlungen belastet. In regelmäßigen Abständen werden die Treuhandfonds der Sozialversicherung auch mit Zahlungen für die Verwaltungskosten des Sozialversicherungsprogramms belastet.

Das Finanzministerium verwaltet Sozialversicherungskonten ähnlich wie eine Bank: Über die Bareinlagen und die anfallenden Zinsen wird genau Buch geführt; Barabhebungen (plus Zinsen) sind bei Bedarf möglich; und in der Zwischenzeit kann die Bank das Geld – unter bestimmten Bedingungen – anderweitig verwenden.

Gesetzlich sind die Treuhandfonds außerbudgetär („off-budget“) und werden getrennt von anderen Bundesausgaben und anderen Treuhandfonds der Bundesregierung behandelt. Wenn in einem Jahr die Einnahmen jedoch höher sind als die Kosten, stehen die überschüssigen Einnahmen für die Ausgaben der Bundesregierung für andere (nicht die Sozialversicherung betreffende) Ausgaben zur Verfügung. Durch die Einnahmen des Treuhandfonds wird so die Kreditaufnahme des Staates reduziert. Wenn in einem Jahr die Kosten höher sind als die Einnahmen, wird das Defizit durch den Verkauf eines Teils der Bestände an US-Staatsanleihen des Treuhandfonds ausgeglichen.

Seit 2010 gibt es ein jährliches Defizit (ab 1983 waren zuvor Überschüsse zu verzeichnen gewesen). Das Fondskapital darf ausschließlich in US-Staatsanleihen angelegt werden; die US-Regierung ist somit sowohl Käufer als auch Verkäufer des Fondskapitals. Daher wird keine Anlageverwaltung benötigt. Aufgrund geringer Renditen wird diese Beschränkung seit geraumer Zeit kritisiert.

Es wird prognostiziert, dass die Mittel des OASI Trust Fund im Jahr 2034 erschöpft sein werden (Congressional Research Service 2022). Ab diesem Zeitpunkt kann die SSA nur noch etwa 77 Prozent der vorgesehenen Leistungen aus den laufenden Beitragseinnahmen decken. Zusammengenommen (OASI und DI) wird davon ausgegangen, dass die Treuhandfonds bis 2035 zahlungsfähig bleiben. Nachdem die Reserven beider Treuhandfonds zu diesem Zeitpunkt erschöpft sind, werden die laufenden Einnahmen voraussichtlich für 80 Prozent der vorgesehenen Leistungen ausreichen. In der Vergangenheit wurden wiederholt (1994 und 2015) Einnahmen des OASI Trust Fund in den DI Trust Fund umgeleitet, um dessen Solvenz zu sichern.

Rechtlich und buchhalterisch ist das Rentenvermögen vom übrigen Staatshaushalt getrennt. In wirtschaftlicher und finanzieller Hinsicht bietet die Verwaltung der Fonds durch den Staat der Regierung jedoch zusätzliche Liquidität und verringert ihre Abhängigkeit von anderen Parteien. Ein Nachteil dieser institutionellen Regelung ist jedoch, dass die Öffentlichkeit die Trennung des Rentenvermögens vom übrigen Staatshaushalt nicht ausreichend wahrnimmt (ILO 2020).

**Tabelle 3.1 Merkmale des Old-Age and Survivors Insurance (OASI) Trust Fund**

Kategorie	Merkmale
Institutionelle Besonderheiten	Das Fondskapital darf ausschließlich in US-Staatsanleihen angelegt werden. Rechtlich und buchhalterisch ist das Rentenvermögen zwar vom übrigen Staatshaushalt getrennt, aber in wirtschaftlicher und finanzieller Hinsicht bietet die Verwaltung der Fonds durch den Staat der Regierung zusätzliche Liquidität.
Strukturbrüche und Reformen	Seit 2010 gibt es ein jährliches Defizit (zuvor seit 1983 nur Überschüsse) und es wird prognostiziert, dass die Mittel im Jahr 2034 erschöpft sein werden.
Umgang mit Krisen	In der Vergangenheit wurden wiederholt (1994 und 2015) Einnahmen des OASI Trust Fund in den DI Trust Fund umgeleitet, um dessen Solvenz zu sichern.
Kritik und Reformbedarf	Die Beschränkung, nur in US-Staatsanleihen zu investieren wird aufgrund (zu) geringer Renditen kritisiert.  Die Mittel des Fonds werden voraussichtlich nur noch bis 2035 ausreichen: Ab diesem Jahr sind die Renten nur noch zu 80 Prozent durch Beitragseinnahmen gedeckt.  Die Öffentlichkeit nimmt die Trennung des Rentenvermögens vom übrigen Staatshaushalt nicht ausreichend wahr.

Quellen: Congressional Research Service (2022), ILO (2020).

### 3.2 Japan: *Government Pension Investment Fund (GPIF)*

Der Government Pension Investment Fund (GPIF) wurde von der japanischen Regierung im Jahr 2001 als Investitionszweig des umlagefinanzierten staatlichen Rentensystems gegründet. Der Teil der Rentenbeiträge im umlagefinanzierten System, der gegenwärtig nicht für Leistungen verwendet wird, soll mit diesem Reservefonds zur Stabilisierung des Rentensystems beitragen und dessen langfristige Tragfähigkeit sichern.

Bis zum Jahr 2000 war es gesetzlich vorgeschrieben, dass Reserven des staatlichen Rentensystems beim Finanzministerium für eine Laufzeit von sieben bis acht Jahren hinterlegt werden mussten. Diese wurden zur Finanzierung eines Portfolios von staatspolitisch motivierten Investitionen und Darlehen an öffentliche Einrichtungen und Kommunalverwaltungen verwendet (Tamaki 2012). Nach der Änderung dieser Regelung im Jahr 2001 wurden die zuvor beim Finanzministerium deponierten Reserven dem GPIF schrittweise (bis zum Jahr 2009) übergeben, um sie an den Finanzmärkten zu investieren.

Der GPIF ist Teil der verpflichtenden umlagefinanzierten Säule des staatlichen Rentensystems (daneben gibt es noch eine kapitalgedeckte Säule auf Basis individueller Konten, die auf individuellen und betrieblichen Programmen fußen; ICI 2021). Die umlagefinanzierte Säule setzt sich aus zwei Komponenten zusammen (ICI 2021):

- National Pension: Grundrente für alle Selbstständigen, abhängig Beschäftigte (privater und öffentlicher Unternehmen) sowie deren nichterwerbstätige Angehörige.
- Employees' Pension Insurance: (zusätzliche) Rente für abhängig Beschäftigte.

Der Beitragssatz von 18,3 Prozent ist höher als in den USA, aber in beiden Ländern werden die Beiträge zu gleichen Teilen von Arbeitnehmern und Arbeitgebern getragen (ICI 2021). Selbstständige nehmen nur an der National Pension (Grundrente) teil, und zwar mit einem Pauschalbeitrag und einer Pauschalleistung (die nicht von ihrem Einkommen abhängt).

Hinter dem GPIF steht eine von Regierung gegründete (unabhängige) Verwaltungsbehörde. Ihre Aufgabe ist es, durch die Verwaltung und Anlage der ihr vom Minister für Gesundheit, Arbeit und Soziales anvertrauten überschüssigen Einzahlungen in das Rentensystem und durch Überweisung der Investitionserträge auf ein Sonderkonto der Regierung, zur Stabilität der Rentenversicherung für Arbeitnehmer und der nationalen Rentenprogramme beizutragen.

Der GPIF ist verpflichtet, einen Investitionsausschuss einzurichten, der sich aus Mitgliedern zusammensetzt, die vom Minister für Gesundheit, Arbeit und Soziales ernannt werden und über ein hohes Maß an wirtschaftlichem und finanziellem Urteilsvermögen verfügen. Das Ministerium für Gesundheit, Arbeit und Soziales legt die mittelfristigen Ziele des GPIF fest, dessen Umsetzung innerhalb des GPIF durch das Board of Governors überwacht wird. Zusätzlich gibt es einen Prüfungsausschuss.

Der GPIF verwaltet und investiert das überschüssige Rentenvermögen in Übereinstimmung mit den seit Oktober 2015 geltenden spezifischen Richtlinien für die sichere und effiziente langfristige Verwaltung und Anlage von Rentenvermögen (ILO 2020). Er betreibt sowohl eigene Anlagen als auch die Verwaltung externer Vermögensverwaltungseinrichtungen.

Ende Juni 2021 betrug das Fondskapital des GPIF insgesamt 193,3 Billionen JPY oder 1,39 Billionen EUR (ICI 2021). Davon waren 25,4 Prozent in inländische Anleihen, 24,5 Prozent in inländische

Aktien, 25,4 Prozent in ausländische Aktien und 24,7 Prozent in ausländische Anleihen investiert. Diese Allokation entspricht recht genau der im April 2020 festgelegten Vorgabe, die eine gleichmäßige Allokation auf inländische Aktien (25 Prozent), ausländische Aktien (25 Prozent), inländische Anleihen (25 Prozent) und ausländische Anleihen (25 Prozent) vorsieht.

Gegenwärtig werden etwa 90 Prozent der jährlichen Ausgaben des umlagefinanzierten staatlichen Rentensystems durch die von den Erwerbstätigen eingezahlten Beiträge und staatliche Zuschüsse gedeckt (ILO 2020). Obwohl die Reserven des GPIF auf diese Weise allmählich abgebaut werden, wird das Ziel verfolgt, dass der Fondsbeitrag in den kommenden 100 Jahren weiterhin etwa 10 Prozent der Einnahmen des Rentensystems ausmachen soll (ILO 2020). Im Jahr 2004 wurde eine Reform verabschiedet, um die Rentenbeiträge von 2005 bis 2017 schrittweise zu erhöhen und die Einkommensersatzrate über 50 Prozent zu halten.

Im Jahr 2010 kritisierte die OECD die (fehlende) Unabhängigkeit des Fonds von der japanischen Regierung mit direkten Einflussmöglichkeiten des Ministeriums für Gesundheit, Arbeit und Soziales auf operative Entscheidungen. Daraufhin wurde im Jahr 2017 eine Anpassung des Leitungsgremiums vorgenommen (ILO 2020).

Zum Zeitpunkt des OECD-Berichts im Jahr 2010 wurde der Fonds „risikoarm“ geführt, sodass keine ausgefeilten Risikomanagementstrategien benötigt wurden. Seit 2015 wurde jedoch der Aktienanteil an den Vermögenswerten erhöht (ILO 2020). Im Jahr 2019 hielt der Fonds fast 50 Prozent seines Vermögens in Aktien. Aufgrund der negativen Renditen auf den nationalen Märkten hat der Fonds auch seine internationale Vermögensallokation (Anleihen und Aktien) erhöht. Auch die erreichte Größe des Fonds erfordert einen starken Rahmen für die Risikosteuerung und -kontrolle. Um dies zu ermöglichen, hat der Fonds eine Überprüfung seines Governance-Systems in Angriff genommen, um die interne Kontrolle, die Audit- und Risikomanagementpolitik sowie die Kapazitäten und das Management zu verbessern, insbesondere durch die Einbindung zusätzlicher Expertise und die Modernisierung der IT-Systeme.

**Tabelle 3.2 Merkmale des Government Pension Investment Fund (GPIF)**

Kategorie	Merkmale
Institutionelle Besonderheiten	Vorgabe für eine gleichmäßige Allokation des Fondskapitals auf inländische und ausländische Aktien sowie inländische und ausländische Anleihen (jeweils 25 Prozent).
Strukturbrüche und Reformen	Reform in 2004, um die Rentenbeiträge von 2005 bis 2017 schrittweise zu erhöhen und die Einkommensersatzrate über 50 Prozent zu halten. Nach Kritik an der (fehlenden) Unabhängigkeit wurde im Jahr 2017 eine Anpassung des Leitungsgremiums vorgenommen.
Umgang mit Krisen	Aufgrund negativer Renditen auf den nationalen Märkten hat der Fonds im Zeitverlauf seine internationale Vermögensallokation erhöht.
Kritik und Reformbedarf	Die Reserven des GPIF werden allmählich abgebaut, aber es wird das Ziel verfolgt, dass der Fondsbeitrag in den kommenden 100 Jahren weiterhin etwa 10 Prozent der Einnahmen des Rentensystems ausmachen soll. Überprüfung des Governance-Systems, um die interne Kontrolle, die Audit- und Risikomanagementpolitik sowie die Kapazitäten und das Management zu verbessern, v.a. durch die Einbindung zusätzlicher Expertise und Modernisierung der IT-Systeme.

Quellen: ICI (2021), ILO (2020).

### 3.3 Südkorea: *National Pension Fund (NPF)*

In Südkorea verwaltet der National Pension Service (NPS) das verpflichtende umlagefinanzierte Rentensystem des National Pension Plan (NPP). Zusätzlich baut der NPS einen beträchtlichen Reservefonds auf, den National Pension Fund (NPF). Die Investment Management Corporation des NPS (NPSIM) verwaltet diesen weltweit drittgrößten staatlichen Rentenfonds (ILO 2020). Das Vermögen dieses Fonds soll zur Zahlung von Leistungen verwendet werden, wenn die Abflüsse aus dem nationalen Rentensystem die Zuflüsse aufgrund des demografischen Wandels übersteigen. Bislang erfolgten jedoch noch keine Auszahlungen.

Gesetzlich untersteht der NPF dem Ministerium für Gesundheit, Wohlfahrt und Familie (ILO 2020). Das Ministerium beaufsichtigt zwei nicht-ständige Verwaltungsorgane, den Nationalen Rentenberatungsrat und den Verwaltungsausschuss des NPF. Der Nationale Rentenberatungsrat legt die Rentenleistungen und Rentenbeiträge fest und leitet den NPS, der wiederum für die allgemeine Verwaltung, einschließlich der Ein- und Auszahlung der Beiträge und Leistungen, zuständig ist. Der Verwaltungsausschuss des NPF legt die strategische Vermögensaufteilung, den strategischen Investitionsplan und die Anlagepolitik des Fonds fest. Er setzt sich aus Vertretern der Arbeitgeber, der Arbeitnehmer und der Versicherten sowie staatlicher Stellen zusammen.

Die aktive Einflussnahme des NPS im Sinne der strategischen industriepolitischen Positionen der südkoreanischen Regierung wurde kritisiert (ILO 2020). Nach entsprechenden Vorwürfen wurde im Jahr 2015 ein neuer Kodex zur Vermeidung von Interessenskonflikten verabschiedet. Es gibt jedoch weiterhin Bedenken, dass sich der NPS ungebührlich in die Geschäftstätigkeit der mit ihm durch Investitionen verbundenen Unternehmen einmischen könnte. Der Verband der südkoreanischen Industrie, der die großen Unternehmen Südkoreas vertritt, forderte den Reservefonds daher auf, seine Richtlinien nochmals zu überdenken.

Darüber hinaus hat der NPS kürzlich seine Abstimmungsrichtlinien geändert, um die Ernennung von Direktoren in den Vorständen der Unternehmen, in die er investiert, abzulehnen. Gemäß der überarbeiteten Richtlinie hat der NPS beschlossen, sich der Ernennung oder Wiederernennung von Verwaltungsratsmitgliedern von Unternehmen zu widersetzen, wenn diese Veruntreuungen oder Untreue begangen haben. Dies schließt auch Personen ein, gegen die ein Gerichtsverfahren läuft. Der NPS kann auch die Entlassung von Vorstandsmitgliedern fordern, die im Verdacht stehen, in illegale Aktivitäten verwickelt zu sein, und gegebenenfalls Änderungen der Satzung eines Unternehmens verlangen.

Der NPF speist sich aus (überschüssigen) Beiträgen im Rentensystem. Der Beitrag zum NPS beträgt 4,5 Prozent des monatlichen Arbeitseinkommens für Arbeitnehmer und 4,5 Prozent für Arbeitgeber. Der Gesamtbeitrag zum NPS beträgt somit 9 Prozent, der bei abhängig Beschäftigten jeweils zur Hälfte von Arbeitnehmern und Arbeitgebern getragen wird; Selbstständige tragen diesen Gesamtbeitrag von 9 Prozent vollständig selbst (ILO 2020). Im Jahr 2018 wurde erwartet, dass unter den gegenwärtigen Bedingungen das Kapitalvolumen des NPF bis zum Jahr 2041 auf maximal 1.778 Billionen KRW oder 1,31 Billionen EUR ansteigen wird (etwa 44 Prozent des BIP), um danach voraussichtlich bis zum Jahr 2057 erschöpft zu sein (Choi et al. 2021).

Die Regeln für die Anlage des Fondskapital werden jährlich überarbeitet und es wird ein Plan über einen Zeithorizont von fünf Jahren entwickelt bzw. angepasst. Das Ziel für das Jahr 2026 lautet, 50 Prozent des Fondskapitals in Aktien, 35 Prozent in festverzinsliche Anleihen und 15 Prozent in weitere Anlageformen zu investieren (NPS 2021). Gegenüber dem Status quo sollen damit die Anteile des in Aktien und sonstige Anlageformen investierten Fondsvermögens leicht erhöht werden

(44 Prozent bzw. 11 Prozent im Jahr 2020). Gleichzeitig soll der Anteil der festverzinslichen Anleihen um etwa zehn Prozentpunkte reduziert werden (45 Prozent im Jahr 2020).

Die ILO (2020) kritisiert folgende Aspekte in Zusammenhang mit dem südkoreanischen NPF: Es wird eine größere Präzision in Bezug auf seine Governance- und Verwaltungsmodalitäten angeregt. Zudem wurde die Rekrutierung qualifizierter Beschäftigter für das Anlage- und Risikomanagement des Fonds durch die Verlegung des Hauptsitzes des NPSIM im Jahr 2017 nach Jeonju als Teil einer Dezentralisierungsstrategie erschwert. Im Zuge dieser Verlegung verlor der Fonds außerdem viele leitende Angestellte und es wurde die Fähigkeit des Fonds, schnell mit den in Seoul ansässigen Unternehmen des Finanzsektors zu interagieren, eingeschränkt.

Außerdem merkt die ILO (2020) an, dass der Alterungsprozess der südkoreanischen Bevölkerung zwar zu einer Anpassung der Parameter der Sozialversicherung führte. Besorgniserregend sei jedoch, dass das Rentenniveau im Zeitverlauf rückläufig ist und ein bedeutender Anteil älterer Personen im staatlichen Rentensystem nicht integriert sind. Beides führt im Ergebnis dazu, dass in Südkorea der höchste Anteil armer älterer Menschen in der OECD zu verzeichnen sei (ILO 2020).

**Tabelle 3.3 Merkmale des National Pension Fund (NPF)**

Kategorie	Merkmale
Institutionelle Besonderheiten	Die Regeln für die Anlage des Fondskapital werden jährlich überarbeitet und es wird ein Plan über einen Zeithorizont von fünf Jahren entwickelt bzw. angepasst.
Strukturbrüche und Reformen	Die Abstimmungsrichtlinien wurden geändert, um die Ernennung von Direktoren in den Vorständen der Unternehmen, in die der Fonds investiert, abzulehnen.
Umgang mit Krisen	Nach Kritik an der aktiven Einflussnahme des NPS im Sinne der strategischen industriepolitischen Positionen der südkoreanischen Regierung wurde im Jahr 2015 ein neuer Kodex zur Vermeidung von Interessenskonflikten verabschiedet.
Kritik und Reformbedarf	Es gibt weiterhin Bedenken, dass sich der NPS ungebührlich in die Geschäftstätigkeit der mit ihm durch Investitionen verbundenen Unternehmen einmischen könnte. Es wird erwartet, dass das Fondsvolumen noch bis 2041 ansteigt, aber voraussichtlich bis 2057 erschöpft ist. Nach Verlegung des Hauptsitzes kommt es zu Rekrutierungsproblemen. In Südkorea gibt es den höchsten Anteil armer älterer Menschen in der OECD.

Quellen: ILO (2020), Choi et al. (2021).

### 3.4 Kanada: *Canada Pension Plan (CPP) Reserve Fund / Investment Board*

Das Canada Pension Plan Investment Board (CPPIB) ist eine staatliche (in Bundesbesitz befindliche) Gesellschaft, die den Reservefonds des Canada Pension Plan (CPP) verwaltet. Mit Hilfe des Reservefonds sollen die Einnahmen und Ausgaben des umlagefinanzierten Systems stabilisiert werden. Es soll über die Jahre eine dauerhafte Vorfinanzierung des öffentlichen Rentensystems durch den Reservefonds erfolgen (nach einer Anpassung im Jahr 1997), ohne dass seine Reserven jemals aufgebraucht werden. Die Fondsmittel können zur Deckung etwaiger Defizite des umlagefinanzierten Systems eingesetzt; dies bestimmt seine Ausgaben.

Der CPP ist ein verpflichtendes, einkommensabhängiges Rentenprogramm, das in ganz Kanada gilt (mit Ausnahme von Quebec, wo diese Rolle der Quebec Pension Plan einnimmt). Der CPP wurde im Jahr 1966 mit einem relativ niedrigen Beitrags- und Leistungsniveau eingeführt. Mitte der 1990er Jahre war, trotz mehrerer Beitragserhöhungen, seine langfristige Tragfähigkeit gefährdet.

Vor diesem Hintergrund wurde im Jahr 1997 das CPPIB eingerichtet. In diesem Jahr initiierten die Bundes- und die Provinzregierung ein Reformprogramm, um den CPP auf eine nachhaltigere Grundlage zu stellen (Rozanow 2017). Erstens wurden die Rentenbeiträge auf ein höheres und stabileres Niveau festgesetzt. Zweitens wurden die Beschränkungen aufgehoben, die zuvor den Fonds vorschrieben, nur in nicht am Markt gehandelte kanadische Bundes-, Provinz- und Territorialanleihen zu investieren. Und schließlich wurde drittens das CPPIB als professioneller Verwalter der CPP-Fonds gegründet, der unabhängig von der Regierung arbeitet.

Die Unabhängigkeit des CPPIB ist gesetzlich verankert. Das Ziel ist es, die verwalteten Beträge im Interesse der Beitragszahler und Begünstigten anzulegen – bei maximaler Rendite und ohne unangemessenes Verlustrisiko (ILO 2020). Das CPPIB ist gegenüber dem kanadischen Parlament, den Finanzministern der Provinzen und dem Bundesfinanzminister rechenschaftspflichtig (ILO 2020). Es gibt keine gesetzlichen Vorgaben für die Anlage des Fondskapitals (also keine geografischen, wirtschaftlichen, entwicklungsbezogenen oder sozialen Beschränkungen; Rozanow 2017).

CPPIB-intern sind der Verwaltungsrat, die Geschäftsleitung und ihre jeweiligen Ausschüsse für die Risikosteuerung verantwortlich. Der Verwaltungsrat ist für die Beaufsichtigung der Risiken zuständig. Er stellt sicher, dass die Geschäftsleitung die Hauptrisiken identifiziert und angemessene Strategien zu deren Bewältigung festlegt. Die Ausschüsse des Verwaltungsrats haben unterschiedliche risikobezogene Zuständigkeiten.

Das Vermögen des Rentenreservefonds ist in Kanada von den Vermögenswerten des Bundes getrennt, und es wird separat verbucht (ILO 2020). Das Anlagevermögen des CPP wird beim CPPIB bilanziert, und die Wertpapiere werden von einem privaten Verwahrer in einem separaten Fonds gehalten. Die Regierung kann Fondsmittel nur für die Zahlung von Renten und für keinen anderen Zweck verwenden.

Der CPP ist beitragsfinanziert. Im Jahr 2022 betrug der Beitragssatz 11,4 Prozent des Arbeitseinkommens oder des Nettoeinkommens aus selbstständiger Tätigkeit (bis maximal 61.400 CAD). Beiträge werden bei abhängig Beschäftigten hälftig vom Arbeitgeber getragen, Selbstständige tragen sie vollständig.

Es wird erwartet, dass das CPP-Vermögen im Zeitraum von 2020 bis 2025 kontinuierlich wächst. Im Zeitraum von 2000 bis 2020 waren die erhobenen Beiträge mehr als ausreichend, um die Ausgaben des CPP zu decken. Ab 2021 wird allerdings ein Teil der Kapitalerträge benötigt, um die Ausgaben des

CPP zu finanzieren. Die Einnahmen des Fonds stammten im Jahr 2017 zu 24 Prozent aus Kapitalerträgen und zu 76 Prozent aus Beitragseinnahmen. Bis zum Jahr 2030 soll der Anteil der Kapitalerträge, trotz eines erwarteten Anstiegs der Beitragseinnahmen in Absolutwerten, auf 30 Prozent steigen.

In knapp zwei Jahrzehnten haben sich sowohl das Anlageportfolio als auch die Verwaltungsstrukturen des CPP-Fonds massiv verändert (Rozanow 2017). Während im Jahr 2000 lediglich 5 Prozent in Aktien und 95 Prozent in festverzinsliche Anleihen investiert waren und der Anteil inländischer Vermögenswerte mit 82 Prozent sehr hoch war, stieg der Aktienanteil im Fondsportfolio bis zum Jahr 2016 auf mehr als 50 Prozent an und die geografische Ausrichtung kehrte sich um. In 2016 waren mehr als 80 Prozent ausländische Vermögenswerte im Fondsportfolio enthalten.

Im Rahmen einer Rentenreform, die ab dem Jahr 2019 über einen Zeitraum von sieben Jahren sukzessiv einsetzte, wurden die Beitragssätze erhöht und auch die Lohngrenze verschoben, bis zu der Beiträge erhoben werden (ILO 2020). Außerdem gibt es seitdem zwei Säulen des CPP: Der Zusatz-CPP ist vollständig kapitalgedeckt konzipiert (sein Vermögen soll also dem Barwert der Leistungen entsprechen oder diesen übersteigen), während der Basis-CPP nur teilweise kapitalgedeckt ist (neben die Umlagefinanzierung treten hier ergänzend die Kapitalerträge aus dem Fonds). Die beiden Säulen des CPP unterscheiden sich also erheblich in Bezug auf ihre künftigen Anteile an Beitragseinnahmen und Kapitalerträgen an den Gesamteinnahmen (CPPIB 2022b):

- Um einen stabilen Beitragssatz des Basis-CPP aufrechtzuerhalten, sollen die Kapitalerträge künftig etwa 40 Prozent der Gesamteinnahmen des Basis-CPP ausmachen.
- Beim Zusatz-CPP wird angestrebt, dass sein Volumen dem Gegenwartswert der Rentenansprüche entspricht (oder diesen übersteigt). Es wird allerdings mittelfristig erwartet, dass die Kapitalerträge erst etwa 70 Prozent der Gesamteinnahmen des Zusatz-CPP ausmachen.

Die Aufteilung des CPP in zwei Säulen hatte außerdem eine Überprüfung interner Governance Strukturen zufolge. Insbesondere erfolgen seitdem eine jährliche Überprüfung der Anlagestruktur und eine Berichterstattung dieser Ergebnisse an den Verwaltungsrat.

Die ILO (2020) bemerkt, dass die Governance-Grundsätze des CPP weltweit Vorbildcharakter genießen. Die gesetzlich verankerte Unabhängigkeit und die Organisationsstruktur gewährleisten eine professionelle und vorausschauende Verwaltung des Fondskapitals. Zudem zeichne sich das CPPIB durch eine ausgeprägte Risikokultur aus. Dies äußert sich in einem offenen Dialog und einer offenen Kommunikation, Transparenz, der Bereitschaft Bedenken zu äußern, klaren Verantwortlichkeiten und formell dokumentierten Prozessen und Kontrollen. Leitprinzipien und ein Verhaltenskodex bilden dafür die Basis.

Alle drei Jahre wird die finanzielle Nachhaltigkeit der beiden CPP-Säulen (Basis-CPP und Zusatz-CPP) für die nächsten 75 Jahre geprüft. Der jüngste Bericht, veröffentlicht im Dezember 2019, sieht beide CPP-Säulen zu den zum damaligen Zeitpunkt gesetzlich festgelegten Beitragssätzen über den Zeitraum von 75 Jahren als tragfähig an (CPPIB 2022a). In der längerfristigen Perspektive soll der Reservefonds etwa 20-25 Prozent der jährlichen Ausgaben des CPP decken (Rozanow 2017).

**Tabelle 3.4 Merkmale des CPP Reserve Fund / Investment Board**

Kategorie	Merkmale
Institutionelle Besonderheiten	Es gibt keine gesetzlichen Vorgaben für die Anlage des Fondskapitals (also keine geografischen, wirtschaftlichen, entwicklungsbezogenen oder sozialen Vorgaben). Die Governance-Grundsätze des CPP genießen, vor allem aufgrund der großen politischen Unabhängigkeit und der hohen Transparenz, weltweit Vorbildcharakter.
Strukturbrüche und Reformen	Reform im Jahr 1997, um den CPP auf eine nachhaltigere Grundlage zu stellen, und Einrichtung des Investment Board. Sowohl das Anlageportfolio (Erhöhung des Aktienanteils) als auch die Verwaltungsstrukturen des CPP-Fonds haben sich seit seiner Einrichtung massiv verändert.
Umgang mit Krisen	Rentenreform in 2019 mit einer schrittweisen Erhöhung der Beiträge und Gründung einer zweiten Säule des CPP (seitdem: Basis-CPP und Zusatz-CPP).
Kritik und Reformbedarf	Ab 2021 wird ein Teil der Kapitalerträge benötigt, um die Ausgaben des CPP zu finanzieren; der Fonds ist aber über einen Zeitraum von 75 Jahren tragfähig.

Quellen: Rozanow (2017), ILO (2020), CPPIB (2022a).

### 3.5 Schweden: AP1 bis AP4 und AP6

Nach einem lange andauernden Reformprozess wurde in Schweden im Jahr 1999 ein Mehssäulensystem in der staatlichen Altersversorgung eingeführt, das seither bei der Wählerschaft recht beliebt ist (Börsch-Supan et al. 2017). Es findet weltweit Beachtung, weil in einem einzigen verpflichtenden staatlichen System sowohl umlagefinanzierte Elemente (mit Kapitalerträgen der Reservefonds als Ergänzung) als auch ausschließlich kapitalgedeckte Elemente (Prämienrente) vereint werden.<sup>5</sup> Beiträge und Leistungen beider Teilsysteme werden als persönliche Konten geführt. Zusätzlich zur gesetzlichen Rente umfasst das schwedische Rentensystem eine relativ umfassende betriebliche Säule und eine kleine Säule privater Altersvorsorge (Börsch-Supan et al. 2017).

In der umlagefinanzierten Säule des Rentensystems (*inkomstpension system*) werden die eingezahlten Rentenbeiträge grundsätzlich für die Auszahlung der Renten im selben Jahr verwendet (Swedish Pension Agency 2021). Etwaige Überschüsse oder Defizite werden seit dem Jahr 2000 vom Ersten bis Vierten Nationalen Rentenfonds (AP1 bis AP4) verwaltet oder ausgeglichen. AP1 bis AP4 fungieren somit, zusammen mit dem Sechsten Nationalen Rentenfonds (AP6), als „Pufferfonds“ (AP1 2021). Dieser Ansatz konkurrierender Staatsfonds soll dazu beitragen, das Kapitalmarktrisiko zu diversifizieren und die erzielten Renditen durch Wettbewerb zu erhöhen.

Vom Beitragssatz in Höhe von 18,5 Prozent werden 16 Prozentpunkte in die vier Pufferfonds der umlagefinanzierten Säule des Rentensystems eingezahlt (AP1 bis AP4; AP1 2021). Die Beiträge werden zu etwa 40 Prozent von den Arbeitnehmern und zu etwa 60 Prozent von den Arbeitgebern getragen (Börsch-Supan et al. 2017). Jeder Fonds AP1 bis AP4 erhält 25 Prozent dieser Beiträge und finanziert damit 25 Prozent der Rentenauszahlungen (Rozanow 2017).

<sup>5</sup> Die ausschließlich kapitalgedeckte Säule des staatlichen schwedischen Rentensystems mit dem Fonds AP7 wird hier nur kurz dargestellt, vgl. weiter unten im Text sowie Fußnote 7. Börsch-Supan et al. (2017) enthält eine ausführliche Darstellung.

Die übrigen 2,5 Prozentpunkte (vom gesamten Beitragssatz in Höhe von 18,5 Prozent) entfallen auf die ebenfalls obligatorische Prämienrente.<sup>6</sup> Diese wird hier nicht genauer diskutiert; der damit verbundene Fond AP7 ist unabhängig von den hier dargestellten Fonds AP1 bis AP4 und AP6.

Vor dem Hintergrund der Renteneintritte der ab den 1940er Jahren geborenen Bürgerinnen und Bürger gibt es seit 2009 ein Defizit im schwedischen Rentensystem; die AP-Pufferfonds werden daher voraussichtlich Nettoauszahlungen an das Rentensystem bis etwa 2040 leisten (im Jahr 2021 waren dies jeweils ca. 7,5 Mrd. SEK oder 0,7 Mrd. EUR durch AP1 bis AP4). Anschließend werden die Pufferfonds voraussichtlich wieder Nettozuflüsse erzielen.

Die AP-Fonds sind jeweils eigenständige staatliche Behörden und gesetzlich unabhängig von der schwedischen Regierung. So dürfen die Fonds beispielsweise nicht von der Industrie- oder Wirtschaftspolitik des Landes beeinflusst werden. Der Verwaltungsrat des Fonds ist vollständig für die Tätigkeit des Fonds verantwortlich und wird von der schwedischen Regierung ernannt. Die Regierung evaluiert die die Tätigkeit der AP-Fonds jährlich im Auftrag des schwedischen Parlaments.

In Schweden wurde 2007 ein „Ethikrat“ eingerichtet, der die ethische und ökologische Ausrichtung der Fonds AP1 bis AP4 koordinieren soll (Boudin und Olsson 2021). Die vier konkurrierenden Fonds erhielten zunächst den gleichen Auftrag – das Rentenskapital so anzulegen, dass der größtmögliche Nutzen für das Rentensystem erzielt wird, mit langfristig hohen Renditen bei geringem Risiko. Ab 2007 sollten die Fonds auch ethische und ökologische Aspekte berücksichtigen, ohne vom übergeordneten Ziel der hohen Rendite abzurücken. Am 1. Januar 2019 wurden vom schwedischen Parlament erneut neue Regeln und Ziele für die AP-Fonds eingeführt, darunter das Ziel, das Rentenskapital so zu verwalten, dass es zur „nachhaltigen Entwicklung“ beiträgt.

Zusammen verwalten die Fonds AP1 bis AP4 etwa 16 Prozent der Vermögenswerte des schwedischen Rentensystems. Das Kapital der einzelnen Fonds verteilte sich im Jahr 2021 wie folgt auf verschiedene Anlageformen (AP1 2021; AP2 2021; AP3 2021, AP4 2021):

- AP1: 61,4 Prozent Aktien, 22,9 Prozent festverzinsliche Wertpapiere, 25,9 Prozent Sonstiges.<sup>7</sup>
- AP2: 41,5 Prozent Aktien, 31 Prozent festverzinsliche Wertpapiere, 27,5 Prozent Sonstiges.
- AP3: 46,6 Prozent Aktien, 24,5 Prozent festverzinsliche Wertpapiere, 28,9 Prozent Sonstiges.
- AP4: 57 Prozent Aktien, 28 Prozent festverzinsliche Wertpapiere, 15 Prozent Sonstiges.

Der Fonds AP6 ist besonders (AP6 2021): Der AP6 ist ein geschlossener Fonds, es gibt derzeit also keine Beiträge aus dem Rentensystem an den Fonds oder Ausschüttungen an das Rentensystem. Daher ist eine Liquiditätsreserve erforderlich, um künftige Fondsverpflichtungen mit den wiederkehrenden Mittelzuflüssen und -abflüssen aus der Investitionstätigkeit auszugleichen. Bei seiner Gründung wurde dem AP6 ein Kapitalbetrag als Grundstock für Investitionen in nicht börsennotierte Vermögenswerte (Private Equity) anvertraut. Die Rolle und die Tätigkeit des Fonds werden durch das Sechste Schwedische Rentenfondsgesetz (2000:193) geregelt. Das Fondsvermögen ist so zu investieren, dass die Anforderungen an eine langfristig hohe Rendite bei angemessener Risikostreuung erfüllt werden. Seit der Gründung im Jahr 1996 wuchs Fondskapital bis zum Jahr 2021

<sup>6</sup> Die auf die obligatorische Prämienrente entfallenden Beiträge werden bis zur endgültigen Steuerabrechnung verzinslich angelegt. Erst dann kann festgestellt werden, wie viel Rentenguthaben für die Prämienrente von jedem Versicherten erworben wurde. Wenn das Rentenguthaben bestätigt wurde, werden Anteile an einem von der versicherten Person gewählten Fonds gekauft. Für diejenigen, die keinen Fonds wählen, wird das Geld in den Siebten Nationalen Rentenfonds, AP7 Söfa, investiert. Zum Jahreswechsel 2020/2021 standen 486 Fonds im Prämienrentensystem zu Auswahl (einschließlich der „Default-Alternative“ AP7).

<sup>7</sup> Es ergibt sich hier in der Addition ein Wert von über 100 Prozent aufgrund einer negativen Cash-Position in der Aufstellung der Vermögenswerte dieses Fonds in Höhe von 47,3 Mrd. SEK oder 4,41 Mrd. EUR für das Jahr 2021.

um 57 Mrd. SEK oder 5,31 Mrd. EUR. Unklar ist, wann dieses Geld (oder Teile davon) and das Rentensystem ausgezahlt werden. Der Gesetzgeber erkannte zwar, dass es nicht möglich ist, Liquidität aus einem Private-Equity-Fonds wie dem AP6 in derselben Regelmäßigkeit zu extrahieren wie bei den anderen AP-Fonds (AP1 bis AP4), aber bereits im Jahr 2012 wurde angemahnt, die Rolle und das Mandat des AP6-Fonds zu konkretisieren (Severinson und Stewart 2012).

Die AP-Fonds A1 bis AP4 haben sehr detaillierte und spezifische Vorgaben, wie sie das Fondsvermögen anlegen dürfen (AP1 2021). So dürfen Anlagen zwar grundsätzlich in alle Instrumente auf dem Kapitalmarkt vorgenommen werden (mit Ausnahme von Rohstoffen), allerdings mit Obergrenzen für Investitionen in verschiedene Anlageformen. So darf etwa nur bis zu 10 Prozent des Kapitals in ein einzelnes Unternehmen investiert werden, nur bis zu 40 Prozent des Kapitals einem Wechselkursrisiko ausgesetzt sein, und nur bis zu 40 Prozent des Kapitals in illiquide Vermögenswerte investiert werden. Außerdem darf der Wert der Aktien eines einzelnen börsennotierten schwedischen Unternehmens nur bis zu 2 Prozent des Marktwerts dieses Unternehmens erreichen.

**Tabelle 3.5 Merkmale der schwedischen Staatsfonds AP1 bis AP4 und AP6**

Kategorie	Merkmale
Institutionelle Besonderheiten	Ansatz konkurrierender Staatsfonds, um Auswirkungen auf inländischen Finanzmarkt zu reduzieren, Kapitalmarktrisiken zu diversifizieren und Rendite zu erhöhen. AP6: Bei Gründung wurde ein Kapitalbetrag als Grundstock für Investitionen in nicht börsennotierte Vermögenswerte anvertraut (Private Equity).
Strukturbrüche und Reformen	Seit 2007: „Ethikrat“, der die ethische und ökologische Ausrichtung koordiniert.
Umgang mit Krisen	Die AP-Fonds haben sehr detaillierte und spezifische Vorgaben, wie sie das Fondsvermögen anlegen dürfen.
Kritik und Reformbedarf	Seit 2009 gibt es ein Defizit im Rentensystem: Die AP-Pufferfonds werden daher voraussichtlich Nettoauszahlungen an das Rentensystem bis etwa 2040 leisten. Die Rolle und das Mandat des AP6-Fonds sollten konkretisiert werden.

Quellen: Börsch-Supan et al. (2017), Rozanow (2017), Boudin und Olsson (2021).

### 3.6 Israel: *National Insurance Funds*

Es gibt nur wenige Informationen zum israelischen Staatsfonds: Die Quellenlage ist sehr dünn und unübersichtlich. Abgesehen von sehr grundlegenden Charakteristika, welche die OECD (2021) in einer Übersichtstabelle listet und die auch in Tabelle 2.1 in dieser Kurzexpertise enthalten sind (also Bezeichnung, Einrichtungsjahr, Anspruchsberechtigte bei Renteneintritt, Ziele und Funktion sowie Volumen) kann deshalb lediglich angeführt werden, dass es die Aufgabe des israelischen National Insurance Institute (NII) ist, gesetzlich Berechtigten bzw. versicherten Personen Geld- oder Sachleistungen zu gewähren (NII 2018). Diese Leistungen werden aus dem Haushalt der NII und den erhobenen Beiträgen zur Sozial- und Krankenversicherung finanziert.

Daneben unterstützt das NII auch die Entwicklung von Gemeinschaftsdiensten, die das Wohlergehen gefährdeter Bevölkerungsgruppen verbessern und ihre Möglichkeiten erweitern sollen (NII 2018). Diese Tätigkeit wird über insgesamt fünf National Insurance Funds ausgeübt – wobei betont werden muss, dass es unklar bleibt und es tatsächlich sehr fraglich erscheint, ob es sich dabei um den Rentenreservefonds (oder eine Weiterentwicklung dessen) handelt. Denn in diesem Rahmen werden Projekte, Programme und Initiativen gefördert, die soziale Dienstleistungen und Infrastrukturen in Übereinstimmung mit der Politik der NII und den Bedürfnissen der Zielgruppen entwickeln und umsetzen: Kinder und Erwachsene mit Behinderungen, ältere Menschen, die in der Gemeinschaft oder in Einrichtungen leben, Familien und Einzelpersonen in wirtschaftlicher und sozialer Notlage, Langzeitarbeitslose, gefährdete Kinder und Jugendliche, Arbeitnehmer, die von Arbeitsunfällen bedroht sind, und andere Gruppen wie Bewohner der sozialen und geografischen Peripherie, Araber und Ultraorthodoxe.

### 3.7 Finnland: *Keva's Pension Liability Fund*

Keva ist eine unabhängige Körperschaft des öffentlichen Rechts, die in Finnland für die Rentenangelegenheiten fast des gesamten öffentlichen Sektors zuständig ist. Ihre Mitglieder sind vor allem Städte und Gemeinden und ihre Zuständigkeit erstreckt sich auf Beschäftigten von Kommunen, der Kirche und der Sozialversicherungsanstalt Kela (Paldanius 2015). Keva ist für die Finanzierung der Renten dieser Beschäftigten und für die Anlage ihres Rentenvermögens zuständig; sie wird vom Finanzministerium und der Finanzaufsichtsbehörde beaufsichtigt.

Der Pension Liability Fund wurde im Jahr 1988 eingerichtet. Es soll als Pufferfonds fungieren, um den Anstieg des Beitragssatzes zu begrenzen oder die Leistungshöhe abzusichern, wenn die Generation der Baby-Boomer in den Ruhestand geht. Die Differenz der jährlichen Einnahmen und Ausgaben von Keva (Überschüsse oder Fehlbeträge) werden dem Pension Liability Fund zugeführt oder daraus entnommen. Beiträge und auflaufende Rentenansprüche sind nicht auf jährlicher Ebene miteinander verbunden (Paldanius 2015). Die Beitragssätze werden aber so angepasst, dass die Rendite der Fondsanlagen und die künftigen Beitragseinnahmen mit den künftigen Rentenausgaben im Gleichgewicht sein sollen. Die Verwaltung des Fonds obliegt dem Vorstand von Keva, dem insgesamt 11 Personen angehören (sowie deren Stellvertreterinnen und Stellvertreter; Keva 2021). Der Vorstand für Finanzen ist mit der Fondsverwaltung betraut.

Die Finanzierung von Keva, und damit des Pension Liability Fonds, erfolgt durch Beiträge der Arbeitgeber und Arbeitnehmer im öffentlichen Sektor. Im Jahr 2021 betrug der durchschnittliche Beitragssatz 24,4 Prozent der Lohnsumme, der sowohl von den Arbeitgebern als auch von den Beschäftigten getragen wird (Keva 2021). Der durchschnittliche Beitragssatz der Arbeitgeber betrug 16,82 Prozent, derjenige der Arbeitnehmer 7,58 Prozent. Es lassen sich nur Durchschnittswerte angeben, weil zum Beispiel die Arbeitnehmerbeiträge mit dem Alter variieren: Während sie bei Beschäftigten im Alter von unter 53 Jahren und über 62 Jahren 7,15 Prozent betragen, liegen sie bei Beschäftigten im Alter von 53 bis 62 Jahren bei 8,65 Prozent. Darüber hinaus werden 3,99 Prozent der Lohnsumme der Mitglieder (also der öffentlichen Arbeitgeber) von Keva zur Finanzierung der mit der Auszahlung von Renten verbundenen Ausgaben eingezogen.

Zum Jahresende 2020 betrug das Volumen des Fonds 58.853 Mio. EUR. Dies entspricht einer Zunahme von 2.310 Mio. EUR oder 4 Prozent gegenüber dem Vorjahr (Keva 2020). Das Volumen des Fonds betrug 67.717 Mio. EUR zum Jahresende 2021, was einer Zunahme von 8.864 Mio. EUR oder 15 Prozent gegenüber dem Vorjahr entspricht (Keva 2021). Im Jahr 2021 waren 41,4 Prozent der Vermögenswerte des Fonds in Aktien, 30,1 Prozent in festverzinsliche Anleihen und 28,5 Prozent in

sonstige Anlageformen investiert. Bei der Anlage des Fondskapitals sollen Prinzipien der sozialen Verantwortung beachtet werden.

Der Gegenwartswert der angesammelten, aber noch nicht ausgezahlten Rentenansprüche übersteigt mit 126 Mrd. EUR (zum Jahresende 2019) bzw. 130 Mrd. EUR (zum Jahresende 2020) das Volumen des Pension Liability Fund jeweils deutlich (Keva 2020; Keva 2021).

**Tabelle 3.6 Merkmale von Keva's Pension Liability Fund**

Kategorie	Merkmale
Institutionelle Besonderheiten	Rentenreservefonds der in Finnland für die Rentenangelegenheiten fast des gesamten öffentlichen Sektors zuständigen öffentlichen Körperschaft (Keva).
Strukturbrüche und Reformen	—
Umgang mit Krisen	—
Kritik und Reformbedarf	Der Gegenwartswert der angesammelten, aber noch nicht ausgezahlten Rentenansprüche übersteigt das Fondsvolumen deutlich.

Quellen: Paldanius (2015), Keva (2020, 2021).

### 3.8 Neuseeland: *New Zealand Superannuation Fund (NZSF)*

Der New Zealand Superannuation Fund (NZSF) ist ein generationenübergreifendes Ausgleichsvehikel oder Pufferfonds, um Generationen künftiger Steuerzahler dabei zu helfen, die Kosten für die Bereitstellung der staatlichen Rente, der New Zealand Superannuation (NZS), zu decken (Bell 2021). Er ist steuerfinanziert aus dem allgemeinen Staatsaushalt. Anspruchsberechtigt sind neuseeländische Staatsangehörige und Personen mit ständigem Wohnsitz in Neuseeland, jeweils im Alter von 65 Jahren und älter (Rozanow 2017).

Mit dem New Zealand Superannuation and Retirement Income Act wurde der NZSF im Jahr 2001 eingerichtet und eine recht komplexe Formel gesetzlich festgelegt, nach der die jährlichen Kapitaleinzahlungen in den NZSF und in späteren Jahren die Entnahmen aus dem NZSF berechnet werden (Bell 2021). Die Verantwortung für diese Berechnungen wurde dem Finanzministerium übertragen.

Der NZSF wird von einer unabhängigen staatlichen Einrichtung, den Guardians of New Zealand Superannuation, verwaltet. Diese Einrichtung ist in Bezug auf Investitionsentscheidungen operativ unabhängig und wird von einem unabhängigen Aufsichtsrat beaufsichtigt (Bell 2021).

Die gesamte Logik der prognostizierten Ergebnisse des NZSF wird durch seine Beitragssatzformel bestimmt, die in den Rechtsvorschriften festgelegt ist. Die wichtigsten Faktoren bei der Bestimmung der projizierten Ergebnisse für den NZSF sind der 40-Jahres-Zeithorizont, der für die Steuerglättung verwendet wird, und die Projektionen der künftigen Entwicklung der gesamten Netto-NZS-Ausgaben (nach Steuern) und des nominalen BIP sowie das Verhältnis zwischen ihnen. Da stets ein 40-Jahres-

Horizont zugrunde gelegt wurde, haben sich Änderungen der Netto-NZS-Projektionen im Verhältnis zum BIP am stärksten auf die Entwicklung der NZSF-Parameter ausgewirkt, etwa auf die Beiträge und Entnahmen und den Abschlussaldo im Verhältnis zum BIP während der laufenden Projektionen. Durch dieses Vorgehen ergibt sich jeweils ein Anpassungsdruck im Hinblick auf die Höhe der Ein- und Auszahlungen am aktuellen Rand, der allerdings durch den vergleichsweise langen 40-Jahres-Zeithorizont dieser Berechnungen abgeschwächt wird (Bell 2021).

Die Beitragssatzformel legt als Prozentsatz des BIP den Betrag fest, den die Steuerzahler aufbringen müssen, um die Kosten der gesamten Netto-NZS über die nächsten 40 Jahre zu finanzieren. Sofern die Kosten der NZS im Verhältnis zum BIP nicht über einen längeren Zeitraum hinweg kontinuierlich sinken, bedeutet die Logik der Formel, dass sich der Beitragssatz im Laufe der Zeit asymptotisch auf das Niveau der Netto-NZS im Verhältnis zum BIP zubewegt – der Beitragssatz nähert sich also diesem Niveau stetig an, ohne es aber jemals zu erreichen. Dies bedeutet, dass der Fonds weiterhin eine steuerglättende Funktion hat, obwohl die Entnahmen aus dem Fonds im Verhältnis zum BIP mit der Zeit immer geringer werden. Unter diesen Bedingungen wird auch das Vermögen des NZSF im Verhältnis zum BIP zurückgehen (nicht nominal).

Es gibt drei Vorgaben für die Anlage des Fondskapitals (Rozanow 2017): Erstens die Maximierung der Erträge ohne unangemessenes Risiko; zweitens die Anwendung international bewährter Standards der Anlageverwaltung; und drittens die Vermeidung von Schäden für den Ruf Neuseelands als verantwortungsvolles Mitglied der Weltgemeinschaft.

Die zuständige Behörde operationalisiert ihr Anlageziel als Maximierung der Rendite des Fonds im Vergleich zu neuseeländischen Staatsanleihen (vor neuseeländischen Steuern) bei gleichzeitiger Begrenzung des Risikos einer Underperformance gegenüber neuseeländischen Staatsanleihen über rollierende 10-Jahres-Zeiträume. Ein Referenz-Portfolio wird regelmäßig alle fünf Jahre überprüft und ggf. angepasst (Guardians of New Zealand Superannuation 2020).

Während im ersten Jahr des NZSF (2001) das gesamte Fondsvermögen in neuseeländischen Staatsanleihen angelegt war (Government Superannuation Fund Authority 2021), investiert der Fonds inzwischen überwiegend in Aktien. Dies wird damit begründet, dass diese Anlageform aus wirtschaftlicher und historischer Sicht die zuverlässigste Quelle für Überschussrenditen über längere Zeithorizonte sei. Im Jahr 2021 waren knapp zwei Drittel des Fondskapitals in Aktien investiert (65,4 Prozent) und nur ein geringer Anteil in festverzinsliche Anleihen (7 Prozent). Das übrige Fondskapital war in sonstige Anlageformen investiert (27,6 Prozent; Government Superannuation Fund Authority 2021).

Zwischen 2003 und 2009 wurden planmäßig insgesamt 14,88 Mrd. NZD in den NZSF eingezahlt (Rozanow 2017). Anschließend wurden jedoch die Einzahlungen im Jahr 2009 während der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise ausgesetzt, nachdem der NZSF in 2008/2009 mit einer negativen Rendite von rund -22 Prozent das bislang schlechteste Ergebnis erzielt hatte (Bell 2021). Erst im Dezember 2017 wurden die Einzahlungen in den NZSF wieder aufgenommen. Aber auch in diesem und in den folgenden Jahren fielen die staatlichen Einzahlungen geringer aus als vorgesehen. Die volle Höhe der Einzahlungen, also entsprechend der gesetzlich festgelegten Formel, wird voraussichtlich erst ab dem Jahr 2022 wieder erreicht. Das (teilweise) Aussetzen der Einzahlungen in den NZSF wirkte sich erheblich auf die Berechnungen der Höhe der Beitragssätze (und auf die Höhe etwaiger Auszahlungen) aus. Wie bereits oben erwähnt schwächt der relativ lange Zeitraum von 40 Jahren, der diesen Berechnungen zugrunde liegt, den Anpassungsdruck jedoch ab (Bell 2021).

Außerdem wird zwischen 2019/20 und 2022/23 ein kleiner Prozentsatz der Einzahlungen in den NZSF auf einen neuen Fonds übertragen, der ebenfalls von den Guardians of New Zealand Superannuation verwaltet wird. Dieser neue Fonds (Elevate NZ Venture Fund) soll in noch junge Unternehmen auf dem neuseeländischen Kapitalmarkt investieren (Bell 2021).

Bislang erfolgten noch keine Auszahlungen aus dem NZSF. Es wird erwartet, dass die Regierung etwa ab 2034 oder 2035 damit beginnen wird, Geld aus dem NZSF zu entnehmen (Rozanow 2017) – prognostiziert wird aber zunächst eine geringere Entnahme als die erwarteten Überschüsse. Nach derzeitigen Prognosen wird eine größere, dauerhafte Entnahmepériode in den 2050er Jahren beginnen. Der NZSF wird seinen Höchststand (gemessen in Relation zum BIP) voraussichtlich in den frühen 2070er Jahren erreichen.

**Tabelle 3.7 Merkmale des New Zealand Superannuation Fund (NZSF)**

Kategorie	Merkmale
Institutionelle Besonderheiten	<p>Steuerfinanziert: Anspruchsberechtigt sind neuseeländische Staatsangehörige und Personen mit ständigem Wohnsitz in Neuseeland (Alter: 65+ Jahre).</p> <p>Recht komplexe gesetzliche Formel, nach der die jährlichen Kapitaleinzahlungen und in späteren Jahren die Entnahmen berechnet werden.</p> <p>In 2019 und 2022 wurde ein kleiner Prozentsatz der Einzahlungen in den NZSF auf einen neuen Fonds übertragen (Elevate NZ Venture Fund), der in noch junge Unternehmen auf dem neuseeländischen Kapitalmarkt investieren soll.</p>
Strukturbrüche und Reformen	<p>Während nach der Gründung das gesamte Fondskapital in neuseeländischen Staatsanleihen angelegt war, wird inzwischen überwiegend in Aktien investiert.</p>
Umgang mit Krisen	<p>Die Einzahlungen wurden im Jahr 2009 während der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise ausgesetzt und erst in 2017 (teilweise) wieder aufgenommen. Die volle Höhe der Einzahlungen, also entsprechend der gesetzlichen Formel, wird voraussichtlich erst ab 2022 wieder erreicht.</p>
Kritik und Reformbedarf	<p>Es wird erwartet, dass etwa ab 2034/2035 damit begonnen wird, Geld zu entnehmen. Erwartet wird, dass eine größere, dauerhafte Entnahmepériode in den 2050er Jahren beginnen wird und der Fonds seinen Höchststand (gemessen in Relation zum BIP) in den frühen 2070er Jahren erreichen wird.</p>

Quellen: Rozanow (2017), Bell (2021), Government Superannuation Fund Authority (2021).

### 3.9 Luxemburg: *Fonds de Compensation (FDC)*

Der im Jahr 2004 gegründete luxemburgische Rentenreservefonds „Fonds de Compensation commune régime general de pension“ (kurz: Fonds de Compensation, FDC) ist eine öffentliche Einrichtung (Berberdick 2016). Seine Aufgabe ist es, die Reserven der staatlichen Rentenkasse zu verwalten. Er dient auch dem Ausgleich von Schocks auf der Einnahmen- und Ausgabenseite der staatlichen Rentenversicherung. Jeder Arbeitnehmer in Luxemburg trägt mit seinen Sozialversicherungsbeiträgen zur staatlichen Rentenversicherung bei.

Ein Verwaltungsrat ist für das Management des FDC zuständig (Berberdick 2016). Regierung, Arbeitnehmer und Arbeitgeber benennen jeweils vier Mitglieder dieses Verwaltungsrats. Dessen Entscheidungen werden dem Minister für Soziale Sicherheit vorgelegt, der auf der Grundlage einer Empfehlung der Generalinspektion der Sozialversicherung (Inspection générale de la sécurité sociale, IGSS) entscheidet.

Im Jahr 2007 wurde ein spezialisiertes Investmentfonds-Unternehmen gegründet, die so genannte SICAV-FIS (SICAV: Société d'investissement à capital variable, FIS: Fonds d'investissement spécialisé). Das Unternehmen besteht aus 23 Teilfonds, die von verschiedenen Unternehmen verwaltet werden (Berberdick 2016).

Im Jahr 2011 beschloss der Verwaltungsrat des FDC eine sozialverantwortliche Investitionspolitik für seine Anlagestrategie (Berberdick 2016). Entsprechend dieser Strategie sollen Unternehmen, die die von Luxemburg unterzeichneten Normen und internationalen Konventionen (im Umweltbereich, Menschenrechte, Arbeitsrechte) nicht einhalten, von den Investitionen ausgeschlossen werden. Es wurde auf dieser Basis eine Ausschlussliste entwickelt, auf der unter anderem Unternehmen stehen, die im Bereich der Herstellung von Nuklearwaffen oder Landminen tätig sind (Berberdick 2016).

Die Finanzierung des allgemeinen Rentenversicherungssystems beruht in Luxemburg auf einem System der Lastenverteilung in zehnjährigen Deckungsperioden mit obligatorischer (gesetzlich vorgeschriebener) Bildung einer Ausgleichsrücklage, die das 1,5-fache der jährlichen Leistungen übersteigt (La Sécurité Sociale 2022). Die Lasten des allgemeinen Rentenversicherungssystems werden in erster Linie durch Beiträge gedeckt. Darüber hinaus kann das System auf Anlageerträge und einige andere Ressourcen zurückgreifen. Der Beitragssatz wird zu Beginn jedes Erfassungszeitraums so festgelegt, dass die Finanzierung des Systems während des gesamten Zeitraums gewährleistet ist. Der Gesamtbeitragssatz für die Deckungsperiode von 2013 bis 2022 beträgt 24 Prozent (La Sécurité Sociale 2022).

Seit 1978 ist der von den Versicherten und Arbeitgebern zu entrichtende Beitragssatz auf 16 Prozent des beitragspflichtigen Einkommens festgelegt (La Sécurité Sociale 2022). Die Belastung wird zwischen den Arbeitgebern und Arbeitnehmern paritätisch aufgeteilt. Ab 1985 übernimmt der Staat einen Teil der Beiträge. Der anfänglich steuerfinanzierte Staatsanteil von 7 Prozent im Jahr 1985 wurde jährlich um 0,2 Prozent erhöht und erreichte im Jahr 1990 ein Drittel der Beiträge (also einen Beitragssatz von 8 Prozent). Seitdem gilt der aktuelle Gesamtbeitragssatz von 24 Prozent.

Der Beitragssatz von 24 Prozent ermöglicht die Bildung von Rücklagen: Die Tatsache, dass der globale Beitragssatz, der derzeit bei 24 Prozent liegt und zu gleichen Teilen von Arbeitnehmern, Arbeitgebern und dem Staat getragen wird, in der Vergangenheit regelmäßig über dem Gesamtverteilungssatz lag (d.h. dem Verhältnis zwischen den laufenden Ausgaben und den gesamten Beitragseinnahmen aus den ruhegehaltstfähigen Löhnen, Gehältern und Einnahmen), hat es dem

allgemeinen System ermöglicht, erhebliche finanzielle Überschüsse zu erwirtschaften und eine Rücklage zu bilden, die weit über den gesetzlich vorgeschriebenen Betrag hinausgeht.

Für den FDC gibt es recht detaillierte Vorgaben für die Anlagestrategie (FDC 2021):<sup>8</sup>

- maximal 60 Prozent festverzinsliche Anleihen (derzeit: 45 Prozent), Zielwert 50,5 Prozent,
- maximal 50 Prozent Aktien und alternative Anlagen (derzeit 45 Prozent), Zielwert: 40 Prozent, sowie
- maximal 15 Prozent Immobilien (derzeit: 5 Prozent), Zielwert: 8,5 Prozent.

Bislang gab es noch keine Auszahlungen aus dem Fonds. Zum Jahresende 2021 betrug das Fondsvolumen 24,6 Mrd. EUR (FDC 2021). Dies entspricht einem Zuwachs von 3 Mrd. EUR gegenüber dem Vorjahr, wovon lediglich 375 Mio. EUR auf Kapitalzuflüsse, aber 2,63 Mrd. EUR auf Kapitalgewinne zurückzuführen sind.

**Tabelle 3.8 Merkmale des Fonds de Compensation (FDC)**

Kategorie	Merkmale
Institutionelle Besonderheiten	Seit 2011: sozialverantwortliche Investitionspolitik für Anlagestrategie, auf der eine Ausschlussliste von Unternehmen basiert. Es gibt recht detaillierte Vorgaben für die Anlagestrategie.
Strukturbrüche und Reformen	2007: Gründung eines spezialisierten Investmentfonds-Unternehmens, das aus 23 Teilfonds besteht, die von verschiedenen Unternehmen verwaltet werden.
Umgang mit Krisen	Seit 1985 übernimmt der Staat einen Teil der Beiträge. Der Staatsanteil wurde schrittweise erhöht und liegt seit 1990 bei einem Drittel des Gesamtbeitragssatzes.
Kritik und Reformbedarf	Bislang gab es noch keine Auszahlungen aus dem Fonds. Die Fondszuflüsse speisen sich aktuell überwiegend (knapp 90 Prozent) aus Kapitalerträgen.

Quellen: Berberdick (2016), FDC (2021).

<sup>8</sup> Die zu 100 Prozent fehlenden Anteile (aktuelle Werte und Zielwerte) entfallen auf weitere Anlageformen, etwa Geldmarkt-Investitionen und Anlagen mit sehr kurzer Laufzeit.

### 3.10 Norwegen: *Government Pension Fund Global (GPF)*

Der im Jahr 1990 eingerichtete norwegische Government Pension Fund Global (GPF) ist gemessen am nationalen BIP der größte allgemeine Staatsfonds der Welt (Freudenberg 2017). Er kann jedoch nur eingeschränkt als Vorbild für die Anlage privater Rentenanwartschaften in staatlicher Hand dienen, da er sich aus den Erlösen der natürlichen Ressourcenvorkommen des Landes speist – in ihn fließen sämtliche Erdöl- und Gaseinnahmen des norwegischen Staates. Er soll Zuschüsse zum allgemeinen Staatshaushalt ohne zeitliche Begrenzung leisten. Sein Konzept ähnelt mithin demjenigen eines ewigen Stiftungsfonds. Das Ziel der Stabilisierung des Rentensystems wurde erst nachträglich (im Jahr 2005) ergänzt – diese Ergänzung war vor allem politisch motiviert (Rożanow 2017). Entsprechend wird der Fonds seitdem auch als „Staatlicher Rentenfonds“ bezeichnet (Freudenberg 2017).

Der GPF wurde im Jahr 1990 als staatlicher Ölfonds gegründet (Verabschiedung der Gesetzgebung durch das Parlament); aktive Investments wurden allerdings erst seit 1996 getätigt (Freudenberg 2017). Das Ziel war zunächst die zeitliche Streckung der Einnahmen aus Erdölvorkommen, um eine Überhitzung der Ökonomie zu verhindern („Dutch disease“). Im Jahr 2005 wurde die Zielsetzung erweitert, um vor dem Hintergrund des demografischen Wandels die Finanzierung der ersten Säule des norwegischen Rentensystems (Garantierente und einkommensbezogene Zusatzrente) zu gewährleisten. Ein weiteres, nicht näher definiertes Ziel lautet: „Unterstützung langfristiger bzw. nachhaltiger Ansätze zur Nutzung der Erdöleinnahmen“.

Es bestehen keine individuellen Ansprüche der (Renten-)Versicherten an dem Fonds; wann und in welchem Umfang das Vermögen den norwegischen Bürgern als Rente zufließt, ist nicht gesetzlich geregelt (Freudenberg 2017). Vorgesehen ist lediglich, dass der Fonds nur einen gewissen Teil des Fondsvermögens pro Jahr zur Finanzierung des allgemeinen Staatshaushaltes verwenden soll. Langfristig sollen die Ausgaben des Fonds nicht mehr als die erwartete reale Rendite (Annahme: 4 Prozent) betragen, um so den realen Wert des Fondsvermögens auch für künftige Generationen zu erhalten. Theoretisch kann das norwegische Parlament jedoch jederzeit beschließen, das gesamte Volumen des Fonds von heute auf morgen zu beanspruchen (Freudenberg 2017).

Das erste Mal, dass die norwegische Regierung Geld aus dem GPF abzog, war im Jahr 2016 als Ausgleich für einen Rückgang der Einnahmen aus dem Erdölgeschäft wegen sinkender Weltmarktpreise für diesen Rohstoff. In jenem Jahr belief sich die Nettoentnahme auf 101 Mrd. NOK oder rund 10 Mrd. EUR. Dieser Betrag entsprach rund 18 Prozent der damaligen Staatsausgaben (etwa 7 Prozent des BIP), und er überstieg sowohl die Nettoeinnahmen aus dem Verkauf von Öl und Gas (4 Prozent des BIP) als auch, wenn auch nur geringfügig, die erzielte Rendite des Fonds dieses Jahres (6 Prozent des BIP). Im Jahr 2017 wurde ein geringerer Betrag entnommen, worauf zwei Jahre mit Nettozuflüssen in den GPF folgten. Im Jahr 2020 betrug die Nettoentnahme durch die Regierung 298 Mrd. NOK oder rund 30 Mrd. EUR, erneut vor dem Hintergrund sinkender Weltmarktpreise für Erdöl sowie vor dem Hintergrund der Corona-Pandemie.

Es gibt klare Regeln für die Anlage des Fondskapitals, denn erlaubt sind ausschließlich Anlagen außerhalb Norwegens (Freudenberg 2017). Auf diese Weise soll ausgeschlossen werden, dass der Fonds politisch motivierte Investitionen im Inland tätigt und so die Wirtschaftsleistung des Landes beeinflusst. Allerdings gibt es zwei Aspekte, die bei näherer Betrachtung des norwegischen Ansatzes der Anlageverwaltung hervorstechen und im internationalen Vergleich eher ungewöhnlich sind: Erstens zeigt sich eine deutliche Vorliebe für hochliquide Wertpapiere, die an öffentlichen Märkten gehandelt werden, und zweitens werden Veränderungen der Zusammensetzung des Portfolios im Hinblick auf verschiedene Anlageformen nur sehr langsam vorgenommen (Rożanow 2017). In diesem

Zusammenhang werden die in den Anfangsjahren ausschließlichen und seit 2010 überwiegenden Investitionen in das liquideste Ende des Kapitalmarktspektrums kritisiert, weil der Fonds damit effektiv für Liquidität bezahlt, die er nicht braucht, was die Rendite schmälert (Rozanow 2017).

Das Portfolio des Fonds setzte sich im Jahr 2016 zu 61 Prozent aus Aktien, zu 36 Prozent aus festverzinslichen Anleihen und zu 3 Prozent aus Immobilien zusammen (Freudenberg 2017). Die jährliche nominale Rendite des GPFG betrug im Zeitraum von 1998 bis 2016 durchschnittlich 5,7 Prozent; preis- und kostenbereinigt lag sie bei 3,8 Prozent. Die jährlichen Verwaltungskosten sind mit 0,06 Prozent des Fondsvermögens vergleichsweise niedrig.

Das operative Geschäft des Fonds wird in einer Investment-Abteilung der norwegischen Zentralbank durchgeführt, während die Rahmenbedingungen für die Anlageentscheidungen durch das norwegische Parlament festgelegt werden. Die Investment-Abteilung der norwegischen Zentralbank entscheidet jedoch eigenständig über die Investitionen des Fonds wie auch die Ausübung von Stimmrechten als Anteilseigner von Unternehmen und Staatsanleihen. Das norwegische Finanzministerium, welche die Aufsicht des Fonds innehat, konkretisiert die durch das Parlament festgelegten gesetzlichen Leitplanken durch weitere Richtlinien. Zusätzlich prüft ein im Jahr 2004 eingesetzter Ethikrat die Anlageentscheidungen des Fonds und schlägt gegebenenfalls vor, Unternehmen aus dem Anlageportfolio zu nehmen (Rozanow 2017). Gesetzlich ist jedoch das norwegische Finanzministerium der Eigentümer des Fonds.

Es gibt keine expliziten gesetzlichen Regeln für die Ein- und Auszahlungen in den GPFG. Zwar sollen die Ausgaben des Fonds die erwartete reale Rendite langfristig nicht übersteigen, aber theoretisch kann das Parlament jederzeit beschließen, das gesamte Volumen des Fonds von heute auf morgen zu beanspruchen. Informationen zu Anlagestrategie, Risiko, Rendite und Volumen des Fonds werden vierteljährlich bzw. jährlich veröffentlicht.

**Tabelle 3.9 Merkmale des Government Pension Fund Global (GPFG)**

Kategorie	Merkmale
Institutionelle Besonderheiten	Größter Staatsfonds der Welt, der sich aus sämtlichen Erdöl- und Gaseinnahmen des norwegischen Staates speist. Konzept ähnelt demjenigen eines ewigen Stiftungsfonds. Es bestehen keine individuellen Ansprüche der (Renten-)Versicherten an den Fonds; wann und in welchem Umfang das Vermögen den norwegischen Bürgern als Rente zufließt, ist nicht gesetzlich geregelt. Erlaubt sind ausschließlich Anlagen des Fondskapitals außerhalb Norwegens.
Strukturbrüche und Reformen	Das Ziel der Stabilisierung des Rentensystems wurde erst nachträglich (im Jahr 2005) ergänzt – diese Ergänzung war vor allem politisch motiviert. Seit 2004 prüft ein Ethikrat die Anlageentscheidungen des Fonds und schlägt ggf. vor, Unternehmen aus dem Anlageportfolio zu nehmen.
Umgang mit Krisen	—
Kritik und Reformbedarf	Die in den Anfangsjahren ausschließlichen und seit 2010 überwiegenden Investitionen in das liquideste Ende des Kapitalmarktspektrums werden kritisiert, weil der Fonds damit effektiv für Liquidität bezahlt, die er nicht braucht, was die Rendite schmälert.

Quellen: Freudenberg (2017), Rozanow (2017).

## 4. Fazit und Bewertung

Die zehn Staatsfonds, die in dieser Kurzexpertise betrachtet werden, sind in den verschiedenen Ländern bereits etabliert, haben jeweils ein substanzielles Volumen erreicht und dienen zumeist primär dem Zweck der Absicherung von Alterseinkünften. Auf Grundlage einer vergleichenden Übersicht ihrer strukturellen Charakteristika und einer Darstellung wesentlicher Entwicklungen seit ihrer Einrichtung – inklusive Reformen, Anpassungen und den Umgang mit Krisen – lassen sich einige Gemeinsamkeiten und Trends, aber auch Besonderheiten erkennen.

So zeigt sich über einen Zeitraum von mehreren Jahrzehnten ein Trend zur Professionalisierung und Internationalisierung der Rentenreservefonds. Dies betrifft sowohl die Governance-Strukturen der Staatsfonds als auch die jeweiligen Anlagestrategien und das Risikomanagement. Zum Teil wurden diese Schritte in Reaktion auf Kritik vollzogen, zum Teil ist sie aber auch das Ergebnis eines zunehmenden (politischen) Handlungsdrucks. Erstens zeichnen sich in den jeweiligen Altersvorsorgesystemen die Auswirkungen des demografischen Wandels immer deutlicher ab. Dies unterstreicht die Notwendigkeit einer hohen Rendite bei gleichzeitiger Risikominimierung. Zweitens ist es häufig schlichtweg gesellschaftlich bedeutender geworden, die Ziele der Staatsfonds und ihre Anlagestrategien um weitere Zwecke – vor allem um soziale, ethische und ökologische – zu ergänzen.

Ein zunehmender (politischer) Handlungsdruck oder offen geäußerte Kritik führte in einigen Fällen auch dazu, dass die Unabhängigkeit der Staatsfonds institutionell gestärkt wurde. Auch auf diese Weise ist insgesamt ein über die Zeit abnehmender politischer Einfluss auf die Staatsfonds festzustellen. Abgesehen von einzelnen Ausnahmen ist die Bedeutung nationaler industriepolitischer Ziele für die strategische Ausrichtung der Staatsfonds deutlich geringer geworden – oder diese Ziele sind sogar ganz verschwunden. Hervorzuheben ist in diesem Zusammenhang der norwegische Staatsfonds, denn hier wird das Fondskapital bereits seit seiner Einrichtung ausschließlich außerhalb Norwegens angelegt. Dies ist eine sehr klare institutionelle Regelung, um eine Ausrichtung der Anlagestrategie des Fonds an nationalen (industriepolitischen) Interessen auszuschließen. Eine Ausrichtung an nationalen Interessen kann mit den Fondszielen kollidieren – insbesondere mit den Zielen einer hohen Rendite und der Risikodiversifizierung.

Die Anlagestrategien und das Risikomanagement der betrachteten Staatsfonds sind inzwischen fast durchweg als professionell zu bezeichnen. In der Regel dienen international etablierte Methoden und Verfahren des Portfoliomanagements als Benchmark und kommen zur Anwendung. Dies zeigt sich häufig auch in der Gründung von separaten Gesellschaften, die das Portfoliomanagement im Auftrag der jeweiligen Träger übernommen haben. Interessant erscheint in diesem Zusammenhang der schwedische Ansatz, da dort vier verschiedene Rentenreservefonds miteinander konkurrieren, um durch (internen) Wettbewerb letztlich eine bessere Gesamtrendite zu erzielen, aber auch die Kapitalmarktrisiken stärker – und institutionell verankert – zu diversifizieren.

In der jüngeren Vergangenheit erhöhte sich insbesondere die Bedeutung umweltpolitischer Ziele in den Anlagestrategien der Staatsfonds sehr deutlich. Diese wurden inzwischen im Leitbild vieler Staatsfonds ergänzt, und ihnen wird in den aktuellen Jahresberichten zumeist viel Platz eingeräumt.

Insgesamt sind die beobachteten Trends einer Professionalisierung und Internationalisierung der Staatsfonds, verbunden mit mehr Transparenz in ihren Anlageentscheidungen und einer institutionellen Stärkung ihrer Unabhängigkeit, als Entwicklungen in Richtung volkswirtschaftlich günstiger Ausgestaltungen zu bewerten. Allerdings ist ebenfalls zu konstatieren, dass es in vielen Fällen nicht möglich ist, die Nachhaltigkeit und Belastbarkeit dieser Entwicklungen einzuschätzen.

Als grundsätzlich problematisch erscheint es, wenn die Regeln für die Ein- und Auszahlungen in den Staatsfonds nicht eindeutig definiert sind. Aber selbst wenn dies der Fall ist, sind diskretionäre Anpassungen – etwa während außergewöhnlicher wirtschaftlicher Krisen – nicht ausgeschlossen. So wurden beispielsweise in Neuseeland, einem Land mit eigentlich sehr klaren und scheinbar bindenden Vorgaben in Form einer gesetzlichen Formel für die Ein- und Auszahlungen in den dortigen Staatsfonds, vor dem Hintergrund der Finanz- und Wirtschaftskrise die Einzahlungen für mehrere Jahre ausgesetzt. Derartige, politisch (und wirtschaftlich) motivierte diskretionäre Anpassungen vermeintlich bindender gesetzlicher Vorgaben erhöhen tendenziell den künftigen Handlungsdruck und gefährden das Ziel der langfristigen Stabilisierung des Rentensystems.

In den meisten Ländern hat die Entnahmeperiode aus den betrachteten Staatsfonds noch nicht begonnen. Auch wenn sich die Auswirkungen des demografischen Wandels immer deutlicher abzeichnen, beginnt er dort erst in den nächsten Jahrzehnten seine volle Wirkung zu entfalten. Der eigentliche Stresstest, ob die betrachteten Staatsfonds ihren Zweck der Absicherung von Alterseinkünften erfüllen, steht also überwiegend noch aus. Es zeichnet sich jedoch bereits ab, dass die langfristige Tragfähigkeit der Staatsfonds in einigen Ländern nicht sichergestellt ist. So wird etwa in den USA oder in Südkorea das Fondskapital unter den gegenwärtigen Rahmenbedingungen in absehbarer Zeit erschöpft sein.

Als interessante Fallbeispiele der betrachteten Staatsfonds erscheinen in der vergleichenden Betrachtung vor allem die Staatsfonds aus Kanada und Schweden. Der kanadische Staatsfonds zeichnet sich durch vorbildliche Governance-Grundsätze und eine hohe politische Unabhängigkeit aus, während das schwedische Beispiel durch die Wettbewerbssituation von vier Fonds in einem – unterschiedliche Wege verfolgenden – Mehrsäulensystem der staatlich organisierten Altersvorsorge hervorsteicht. Außerdem erscheint in beiden Fällen eine Übertragbarkeit auf den Kontext anderer Länder, wie etwa in Deutschland, oder in den Kontext anderer Staatsfonds nicht ausgeschlossen.

## Literaturverzeichnis

- AP1 (2021). Annual Report 2021. Första AP-Fonden (AP1).
- AP2 (2021). Annual Report 2021. Andra AP-Fonden (AP2).
- AP3 (2021). Annual Report 2021. Tredje AP-Fonden (AP3).
- AP4 (2021). Annual Report 2021. Fjärde AP-Fonden (AP4).
- AP6 (2021). Annual Report 2021. Sixth AP Fund (AP6).
- Bell, Matthew (2021). Golden Years – Understanding the New Zealand Superannuation Fund. New Zealand Treasury Working Paper 21/01.
- Berberdick, Christina (2016). Finanzierung des Klimawandels: Die Investitionen des luxemburgischen Pensionsfonds in den Kohle-Sektor. Votum Klima.
- Börsch-Supan, Axel, Markus Roth und Gert G. Wagner (2017). Altersvorsorge im internationalen Vergleich: Staatliche Produkte für die zusätzliche Altersvorsorge in Schweden und dem Vereinigten Königreich. BMAS Forschungsbericht 494. Berlin: Bundesministerium für Arbeit und Soziales (BMAS).
- Boudin, Joel und Jan Olsson (2021). Sustainability in Public Pension Funds? A Longitudinal Study of the Council on Ethics of the Swedish AP Funds. Sustainability, 13, 429. <https://doi.org/10.3390/su13010429> (zuletzt aufgerufen am 19. August 2022).
- Choi, Woong Bee, Dongyeol Lee und Woo Chang Kim (2021). Extending the Scope of ALM to Social Investment: Investing in Population Growth to Enhance Sustainability of the Korean National Pension Service. Sustainability 13, No. 1, 401. <https://doi.org/10.3390/su13010401> (zuletzt aufgerufen am 19. August 2022).
- Congressional Research Service (2022). Social Security: The Trust Funds (updated June 29, 2022).
- CPPIB (2022a). Annual Report 2022. Canada Pension Plan Investment Board (CPPIB).
- CPPIB (2022b). How the base and additional CPP are funded. Canada Pension Plan Investment Board (CPPIB). <https://www.cppinvestments.com/commitments/how-the-base-and-additional-cpp-are-funded> (zuletzt aufgerufen am 19. August 2022).
- FDC (2021). Rapport Annuel 2021. Fonds de Compensation (FDC).
- Freudenberg, Christoph (2017). Staatliche Fonds und Alterssicherung: Erfahrungen anderer Länder. Deutsche Rentenversicherung 3/2017, S. 292-313.
- Government of Canada (2022). CPP contribution rates, maximums and exemptions. <https://www.canada.ca/en/revenue-agency/services/tax/businesses/topics/payroll/payroll-deductions-contributions/canada-pension-plan-cpp/cpp-contribution-rates-maximums-exemptions.html> (zuletzt aufgerufen am 19. August 2022).
- Government Superannuation Fund Authority (2021). Reports and Financial Statements for the year ended 30 June 2021. Government Superannuation Fund.
- Guardians of New Zealand Superannuation (2020). Annual Report 2020. NZ Super Fund.
- ICI (2021). The Japanese Retirement System. Investment Company Institute (ICI).
- ILO (2020). National pension funds: a review of governance structures, management and international practice. Technical Note 1. Genf: International Labour Organization (ILO).
- Keva (2020). Annual Report 2020.

Keva (2021). Annual Report 2021.

La Sécurité Sociale (2022). Bilan technique du régime général d'assurance 2022. Inspection générale de la sécurité sociale.

NII (2018). Annual Report 2018, Chapter 5. National Insurance Institute (NII).

NPS (2021). 2020 National Pension Fund Annual Report. National Pension Service (NPS).

Severinson, Clara und Fiona Stewart (2012). Review of the Swedish National Pension Funds. OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions Nr. 17. Paris: OECD Publishing. <http://dx.doi.org/10.1787/5k990qtkk6f8-en> (zuletzt aufgerufen am 19. August 2022).

OECD (2016). OECD Economic Surveys: Israel 2016. [https://www.oecd-ilibrary.org/economics/oecd-economic-surveys-israel-2016\\_eco\\_surveys-isr-2016-en](https://www.oecd-ilibrary.org/economics/oecd-economic-surveys-israel-2016_eco_surveys-isr-2016-en) (zuletzt aufgerufen am 19. August 2022).

OECD (2021). Pension Markets in Focus 2021. [www.oecd.org/finance/pensionmarketsinfocus.htm](http://www.oecd.org/finance/pensionmarketsinfocus.htm) (zuletzt aufgerufen am 19. August 2022).

Paldanius, Allan (2015). The Finnish pension system, the evolution of the public sector pensions and the ongoing reformation of the pensions (Präsentationsunterlagen, Februar 2015).

Rozanow, Andrew (2017). Public Sector Investment Funds: How the Best-in-Breed Evolved. Working Paper Series. Columbia Business School.

Swedish Pension Agency (2021). Orange Report 2020: Annual Report of the Swedish Pension System.

Diese Publikation wird im Rahmen der Öffentlichkeitsarbeit des Bundesministeriums für Arbeit und Soziales kostenlos herausgegeben. Sie darf weder von Parteien noch von Wahlbewerbern oder Wahlhelfern während des Wahlkampfes zum Zwecke der Wahlwerbung verwendet werden. Dies gilt für Europa-, Bundestags-, Landtags- und Kommunalwahlen. Missbräuchlich ist insbesondere die Verteilung auf Wahlveranstaltungen, an Informationsständen der Parteien sowie das Einlegen, Aufdrucken oder Aufkleben parteipolitischer Informationen oder Werbemittel. Untersagt ist gleichfalls die Weitergabe an Dritte zum Zwecke der Wahlwerbung. Unabhängig davon, wann, auf welchem Weg und in welcher Anzahl diese Publikation dem Empfänger zugegangen ist, darf sie auch ohne zeitlichen Bezug zu einer bevorstehenden Wahl nicht in einer Weise verwendet werden, die als Parteinahme der Bundesregierung zugunsten einzelner politischer Gruppen verstanden werden könnte. Außerdem ist diese kostenlose Publikation - gleichgültig wann, auf welchem Weg und in welcher Anzahl diese Publikation dem Empfänger zugegangen ist - nicht zum Weiterverkauf bestimmt.

Alle Rechte einschließlich der fotomechanischen Wiedergabe und des auszugsweisen Nachdrucks vorbehalten.