
Altersvorsorge aus dem Baukasten: Försiktig, balanserad oder offensiv? Eine Analyse der Anlagestrategie, Finanzanlagenallokation und Vermögenswertveränderungen des schwedischen Prämienrentensystems

CARL-GEORG CHRISTOPH LUFT UND THOMAS HARTUNG

Carl-Georg Christoph Luft, Lehrstuhl für Versicherungswirtschaft, Universität der Bundeswehr. E-Mail: carl-georg.luft@unibw.de
Prof. Dr. Thomas Hartung, Lehrstuhl für Versicherungswirtschaft, Universität der Bundeswehr München. E-Mail: thomas.hartung@unibw.de

Zusammenfassung: Die Einführung einer kapitalgedeckten Komponente innerhalb der ersten Säule des schwedischen Rentensystems zielt darauf ab, Überrenditen für Prämiensparer zu generieren, Risiken zu diversifizieren und die individuelle Vermögensallokation der Beitragszahler zu optimieren. Im Lichte der Finanzkrise der vergangenen Dekade ist die langfristige Tragfähigkeit einer kapitalgedeckten Alterssicherung vermehrt Gegenstand politischer sowie regulatorischer Debatten. Folglich ist inter alia zu klären, inwieweit sich Verwerfungen auf den Finanzmärkten auf die Vermögenswertentwicklung im Prämienrentensystem jüngst auswirkten und welche systemimmanenten Mechanismen zur Volatilitätsreduktion existieren. In diesem Artikel wird daher die Anlagestrategie und Finanzanlagenallokation des siebenten schwedischen allgemeinen Pensionsfonds auf Grundlage der kürzlich modifizierten Regulatorik identifiziert und evaluiert. Sodann wird die Entwicklung der Nettorendite sowie der Transaktions- und Vermögensverwaltungskosten des staatlich verwalteten Aktien- und Anleihefonds analysiert und mit den entsprechenden Parametern des Prämienrentensystems verglichen, um die Anlageperformance einordnen und letztlich beurteilen zu können.

Summary: The implementation of a capital-funded component within the first pillar of the Swedish pension system targets the generation of excess returns for premium pension savers, the diversification of risks as well as the optimization of the contributors' customized asset allocation. The long-term viability of a capital-covered old-

- JEL classification: H55, H75, E44, G11, G15, G19, G23
- Keywords: Premium pension system, seventh Swedish national pension fund, capital-based old-age pension provision, retirement, capital market performance, equity funds, fixed income funds, private equity funds

age protection is, particularly in the light of the financial crisis of the past decade, a frequent subject of political and regulatory debates. It has therefore to be *inter alia* clarified, to what extent disruptions on the financial markets affected the value development of premium pension assets and which mechanisms for volatility reduction actually exist. Hence, on the basis of the recently modified regulation, the investment strategy as well as the financial asset allocation of the seventh Swedish national pension fund are identified and evaluated by this article. Finally, the development of net returns, transaction costs and asset management costs of both state-managed equity and bond funds are analyzed and compared to equivalent parameters of the premium pension system in order to rank and assess the investment performance of the former.

I Einleitung

Das kapitalgedeckte Prämienrentensystem ist seit der im Jahre 1998 verabschiedeten Rentenreform obligatorischer Bestandteil der ersten Säule des schwedischen Alterssicherungssystems. Die Prämienrente stellt eine beitragsbezogene und kapitalgedeckte Altersrente dar. Die Beitragszahlungen zur Prämienrente betragen 2,5 Prozent des rentenbegründeten Jahreseinkommens und wurden im Jahr 2017 bis zu einer Beitragsbemessungsgrenze in Höhe von 496.300 Schwedischen Kronen (rund 48.000 Euro) auf individuellen Versicherungskonten eingezahlt (Regeringskansliet, 2018: 2). Mit der Einführung des schwedischen Prämienrentensystems wurde eine Aufgabentriade verfolgt: Durch den Zugang zu Anlagemöglichkeiten an den weltweiten Kapitalmärkten sollen Überrenditen generiert, Risiken diversifiziert sowie individuelle Risiko- und Renditepräferenzen der Prämienrentenversicherten berücksichtigt werden (Fondbolagens förening, 2013: 4). Die Ziele des Prämienrentensystems können aus dem Bericht der Rentenreformkommission der schwedischen Regierung abgeleitet werden. Demnach soll die kapitalgedeckte Komponente der ersten Säule Risiken zwischen der Einkommensrente (*inkomstpension*) und der Prämienrente (*premiepension*) glätten und diversifizieren, eine Auswahl an privaten Vermögensverwaltern mit konservativen Anlagestrategien bieten und Beitragszahlungen automatisch unter staatliche Vermögensverwaltung stellen, wenn der Versicherte keinen der privat verwalteten Fonds wählt (Socialdepartementet, 1994: 192, 197, 226). Die vollständigen oder teilweisen Prämienrentenansprüche können ab der Vollendung des 61. Lebensjahres in Form einer variablen oder konstanten Annuität ausgezahlt werden, die gemäß des so genannten Exempt-Exempt-Taxed-Verfahrens nachgelagert zu besteuern ist (Regeringskansliet, 2018: 7f.).

Die schwedische Regierung prognostiziert, dass die Bedeutung des kapitalgedeckten Prämienrentensystems bis 2070 beständig zunehmen wird und die Höhe der Prämienrentenbeitragszahlungen von 0,0 Prozent des Bruttoinlandsprodukts im Jahr 2003 auf 1,2 Prozent des Bruttoinlandsprodukts im Jahr 2059 ansteigen wird (Regeringskansliet, 2018: 17f.). Da Beiträge für private Rentenversicherungen und kapitalbildende Lebensversicherungen von Arbeitnehmern seit 2016 nicht mehr steuerlich abgesetzt werden können, wird ferner mit einem drastischen Rückgang der freiwilligen privaten Vorsorgeaufwendungen gerechnet (Regeringskansliet, 2018: 18). Vor diesem Hintergrund ist die Erläuterung der Funktionsweise des schwedischen Prämienrentensystems (*premiepensions-systemet*) im Allgemeinen und des siebenten allgemeinen Pensionsfonds AP7 (*sjunde allmänna pensionsfonderna*) im Speziellen als wesentlich zu erachten. Die Relevanz der obligatorischen, kapitalgedeckten Komponente der ersten Säule des schwedischen Rentensystems wird im Lichte des demographischen Wandels für die Lebensstandardsicherung im Ruhestand zunehmen. Ziel dieses Beitrags ist es folglich, die Anlageoptionen und Anlageentscheidungen innerhalb des Prämienrentensystems sowie die Anlagestrategie, die Vermögensallokation und die Wertentwicklung innerhalb des siebenten allgemeinen Pensionsfonds AP7 zu analysieren.

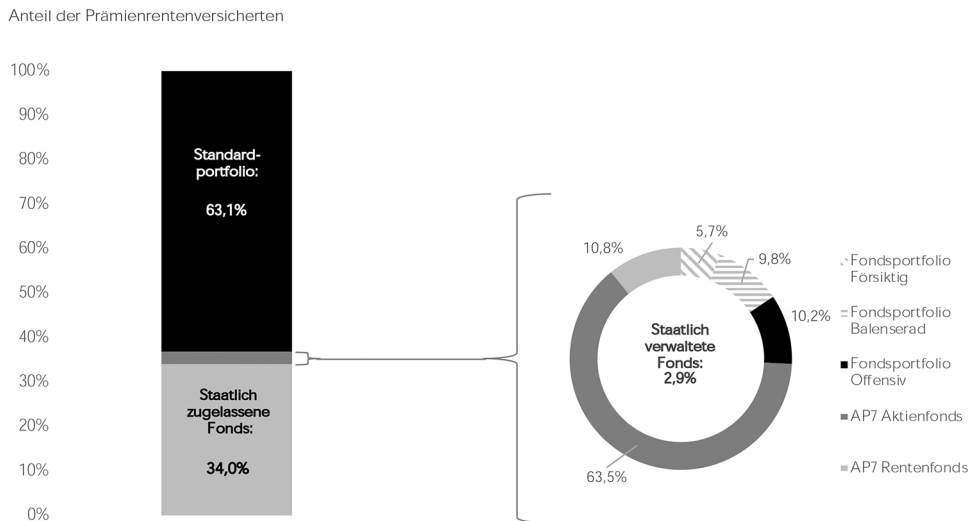
2 **Anlageoptionen und Anlageentscheidungen im Prämienrentensystem**

Die Anlage der Beitragszahlungen für die Prämienrente erfolgt ausschließlich in staatlich zugelassene Fonds oder staatlich verwaltete Fonds und Fondsportefeuilles. Der im Prämienrentensystem Versicherte kann zwischen 831 Fonds wählen, deren Gesamtkapital in Höhe von 1.110 Milliarden Schwedischen Kronen von 103 Fondsgesellschaften verwaltet wird (Pensionsmyndigheten, 2018a: 21). Die schwedische Pensionsbehörde kündigte im Januar 2019 an, 269 Fonds die staatliche Zulassung im Zuge der Prämienrentenreform zu entziehen (Fixsen, 2019). Diese Maßnahme führt voraussichtlich zu einer Vermögensumschichtung in Höhe von 48,0 Milliarden Schwedische Kronen. Zu den staatlich zugelassenen Fonds und den staatlich verwalteten Fondsportfolios zählen derzeit noch insgesamt 564 Aktienfonds, 138 Rentenfonds, 93 Mischfonds, 35 Generationenfonds mit einer altersangepassten Risikostruktur sowie das behördlich angebotene Standardfondsportfolio AP7 SÅfa. Von den insgesamt 5.881.940 Prämienrentenversicherten zahlten Ende des Jahres 2017 2.000.096 (34,0 Prozent) in staatlich zugelassene Fonds, die von privaten Fondsgesellschaften angeboten wurden, und 3.881.846 (66,0 Prozent) in staatlich verwaltete Fondsportefeuilles, die vom siebente allgemeinen Pensionsfonds AP7 angeboten wurden, ein. Der siebente allgemeine Pensionsfonds AP7 verwaltet insgesamt vier Fondsportefeuilles, die Kapital zu unterschiedlichen Anteilen in den AP7 Aktienfonds (*Aktiefond*) und den AP7 Rentenfonds (*Räntefond*) allozieren. 109.153 Prämienversicherte investierten Ende 2017 in den AP7 Aktienfonds, 18.551 in den AP7 Rentenfonds, 9.856 in das sicherheitsorientierte AP7 Fondsportfolio *Försiktig*, 16.936 in das ausgeglichene AP7 Fondsportfolio *Balenserad* sowie 17.472 in das wachstumsorientierte AP7 Fondsportfolio *Offensiv* (Sjunde AP-fonden 2018a: 15). Der Hauptteil der Prämienrentenversicherten, das heißt 3.709.876 (63,1 Prozent), hielten das AP7 SÅfa Standardportfolio, da sie keine der staatlich zugelassenen oder staatlich verwalteten Fondsalternativen wählten (Sjunde AP-fonden 2018a: 15). Der Anteil der Sparer, die in staatlich zugelassene beziehungsweise staatlich verwaltete Fondsalternativen investierten, kann Abbildung 1 entnommen werden. Mehr als die Hälfte der Beitragszahler, die sich für eine Anlage in den siebenten allgemeinen Pensionsfonds entschieden, wählten zum Ende des Jahres 2017 den AP7 Aktienfonds. Lediglich 56,7 Prozent dieser Gruppe investierten in das konservative AP7 Fondsportfolio *Försiktig*. Weder der Standardfonds, noch die drei staatlich verwalteten Fondsportfolios sind mit anderen staatlich verwalteten oder zugelassenen Fonds kombinierbar (Haupt und Kluth 2012: 218). Lediglich der *Aktiefond* und/oder der *Räntefond* können in ein individuell zusammengestelltes Portfolio einfließen, welches aus maximal fünf staatlich verwalteten beziehungsweise staatlich zugelassenen Fonds besteht (Haupt und Kluth 2012: 218).

Während im Jahr 2000 noch 67,0 Prozent der neuen Versicherten, die erstmals in das Prämienrentensystem einzahlten, eine Fondswahl vornahmen, sind es im Jahr 2017 lediglich 0,6 Prozent (Finansdepartementet und Socialdepartementet, 2013: 28; Pensionsmyndigheten, 2018b: 9). Obwohl die Pensionsbehörde (*Pensionsmyndigheten*) als Verrechnungsstelle und Mittler zwischen den privaten Vermögensverwaltern und den Prämienrentenversicherten Such- und Transaktionskosten reduziert, ist der Anteil an Prämienrentenversicherten, die zum Eintritt in das Prämienrentensystem einen staatlich zugelassenen und/oder staatlich verwalteten Fonds wählen, sehr gering (Czech, 2016: 572f.). Die Vielzahl an staatlich zugelassenen Fonds und die damit einhergehende Unübersichtlichkeit und Komplexität der Anlageentscheidung kann ein Grund dafür sein, dass circa 99,2 der Prämienrentenversicherten jünger als 20 Jahre, 95,5 Prozent der 20- bis 24-Jährigen, 80,7 Prozent der 25- bis 29-Jährigen und 65,2 Prozent der 30- bis 34-Jährigen das voreingestellte AP7 SÅfa Portfolio halten (Fondbolagens förening, 2015: 10). Laut der repräsentativen Befragung von Brüggem und Böhnke (2017: 5f.) wählten nur 31,5 Prozent der Prämienrentenversicherten im Alter von 25 bis 34

Abbildung 1

Anteil der Sparer nach Anlageentscheidung



Quelle: Eigene Darstellung.

Jahren einen Fonds, obgleich 53,2 Prozent dieser Gruppe die individuelle Anlagewahlmöglichkeit wertschätzten. Insgesamt entschieden sich 64,0 Prozent aller befragten Sparer in der Einzahlungsphase für eine der staatlich zugelassenen oder staatlich verwalteten Fondsalternativen. Die Wahrscheinlichkeit eine Fondsentscheidung zu treffen korreliert mit den Ersparnissen, dem Einkommen, dem Lebensalter und der Risikoaffinität positiv (Brüggen und Böhnke, 2017: 10 f.). Rund 99,2 Prozent der Prämienrentenversicherten jünger als 20 Jahre hielten das Standardportfolio AP7 Sâfa und trafen somit keine Fondsentscheidung, wohingegen 19,2 Prozent der 25- bis 29-Jährigen einen staatlich zugelassenen und/oder staatlich verwalteten Fonds wählten (Fondbolagens förening, 2015: 10). Im Vergleich hierzu verließen 52,5 Prozent der Sparer im Alter zwischen 35 und 39 Jahren und 71,7 Prozent der Versicherten im Alter zwischen 55 und 59 Jahren das voreingestellte AP7 Sâfa Standardportfolio (Fondbolagens förening, 2015: 10). Ferner scheint es grundsätzlich wahrscheinlicher, dass risikoaverse anstatt risikoaffine Prämienrentenversicherte das Standardportfolio halten, welches wiederum zu den riskanten Anlageoptionen des schwedischen Prämienrentensystems zählt. 45,0 Prozent der repräsentativ befragten Sparer im Alter von 25 bis 34 Jahren vertrauten zudem nicht in die Adäquanz des AP7 Sâfa, obgleich ein Großteil dieser Kohorte ihre Beiträge in das Standardportfolio anlegte (Böhnke, Brüggen und Post, 2018: 35). Insgesamt gaben 35,3 Prozent der Prämienrentensparer an, mit der Fondsentscheidung kognitiv stark oder sehr stark gefordert gewesen zu sein (*choice overload*) (Böhnke, Brüggen und Post, 2018: 18). Zwischen den Jahren 2000 und 2011 wählten nur rund 20,0 Prozent der Prämienrentenversicherten einen Fonds, den sie über den gesamten Zeit hielten, und lediglich 7,5 Prozent der Sparer änderten mindestens einmal jährlich die Komposition ihres Anlageportfolios im Prämienrentensystem (Finansdepartementet und Socialdepartementet, 2013: 58). Die Wahlfreiheit bei der Anlage wird somit von einer Vielzahl an Prämienrentensparern regel-

mäßig nicht genutzt, sodass eine Anpassung des individuellen Portfolios an die Risiko- und Renditepräferenzen der Sparer unterbleibt. Da Letzteres als eine der wesentlichen Aufgaben des Prämienrentensystems gilt, wird derzeit eine strukturelle Reform der kapitalgedeckten Komponente diskutiert.

3 Reform des Prämienrentensystems

Czech (2016: 577f.) identifiziert die Anzahl der staatlich zugelassenen und staatlich verwalteten Fonds sowie die Konstruktion des Standardportfolios als wesentliche Faktoren, die die Erreichung der Ziele des Prämienrentensystems gefährden können. Die 831 Fondsalternativen könnten Sparer kognitiv überfordern und somit den Verbleib im AP7 Sâfa Standardportfolio begünstigen. Die schwedische Regierung bemängelt, dass die gegenwärtige überdimensionierte und unübersichtliche Architektur des Prämienrentensystems auf modelltheoretischen Annahmen und nicht auf dem tatsächlichen Verhalten der Sparer basiere und aufgrund dessen die individuelle, bewusste Entscheidung für oder gegen einen Fonds ohne externe Beratung erschwert werde (Regeringskansliet, 2017: 50). Eine Pilotstudie über die strukturellen Änderungen zugunsten eines effizienteren Prämienrentensystems identifiziert insgesamt fünf alternative Systemarchitekturen, von denen die hybride Form dezidiert empfohlen wird (Regeringskansliet, 2017: 54–65). Die hybride Systemarchitektur, die auch als Hauptmodell bezeichnet wird, kombiniert ein sicheres Anlageumfeld (*safe choice environment*) mit einer professionellen Fondsplattform (*professional fund platform*). Das sichere Anlageumfeld inkludiert ein voreingestelltes Standardportfolio sowie eine begrenzte Anzahl an wählbaren Paketlösungen, welche extreme Wertentwicklungsdifferenzen durch Investitionen in börslich und außerbörslich gehandelte Wertpapiere zu glätten intendieren (Regeringskansliet, 2017: 54). Die Anlagealternativen im sicheren Anlageumfeld sind derart gestaltet, dass eine einmalige Anlageentscheidung für den gesamten Einzahlungszeitraum genügt. Auf Verlangen können Sparer einen Teil ihrer Beitragszahlungen vom sicheren Anlageumfeld in die behördlich überwachte Plattform mit professionell verwalteten Fonds kostenpflichtig umschichten (Regeringskansliet, 2017: 55). Eine Rückkehr in das sichere Anlageumfeld ist jederzeit möglich. Aufgrund der Überwachung der Fondsplattform durch einen behördlichen Prinzipal werden existente Regulierungsdefizite des Prämienrentensystems adressiert, die Anzahl ähnlicher Fondsalternativen reduziert, die Einhaltung qualitativer Mindeststandards garantiert und Sparer protegert. Durch die Implementierung eines Fondsplattformregulierers können aggressive Vertriebsmethoden untersagt und das Betrugsrisiko gesenkt werden (Regeringskansliet, 2017: 64). Letztgenanntes ist im Lichte des Verdachts auf Veruntreuung von Anlagevermögen durch die maltesischen Falcon Fonds von erheblicher systemischer und politischer Relevanz (Moss, 2017). Seit dem 1. November 2018 müssen private Fondsgesellschaften, die innerhalb des Prämienrentensystems zu operieren gedenken, Vermögen in Höhe von mindestens 500 Millionen Schwedische Kronen außerhalb des Prämienrentensystems verwalten und sie dürfen darüber hinaus maximal 25 Fonds innerhalb des Prämienrentensystems anbieten (Pensionsmyndigheten, 2018c: 4, 6). Die Akkreditierung eines Fondsanbieters zum Vertrieb von Fonds im Prämienrentensystem bedarf ferner der vorherigen Verpflichtung zur Einhaltung einer Reihe novellierter Vermarktungs-, Vertriebs-, Verhaltensregeln. Bis dato verweigern 21 Fondsgesellschaften die Kooperation mit der Aufsichtsbehörde und die Anerkennung des neuen Regelwerks (Fixsen, 2018). Zum Jahresanfang 2019 wurden insgesamt 77 Fondsgesellschaften die Vertriebslaubnis für Fondsprodukte im Prämienrentensystem entzogen, da sie entweder das novellierte Regelwerk nicht akzeptierten oder die Frist zur erneuten Akkreditierung verpassten (Fixsen, 2019).

4 Anlagestrategien, Vermögensallokation und Wertentwicklungen im Prämienrentensystem

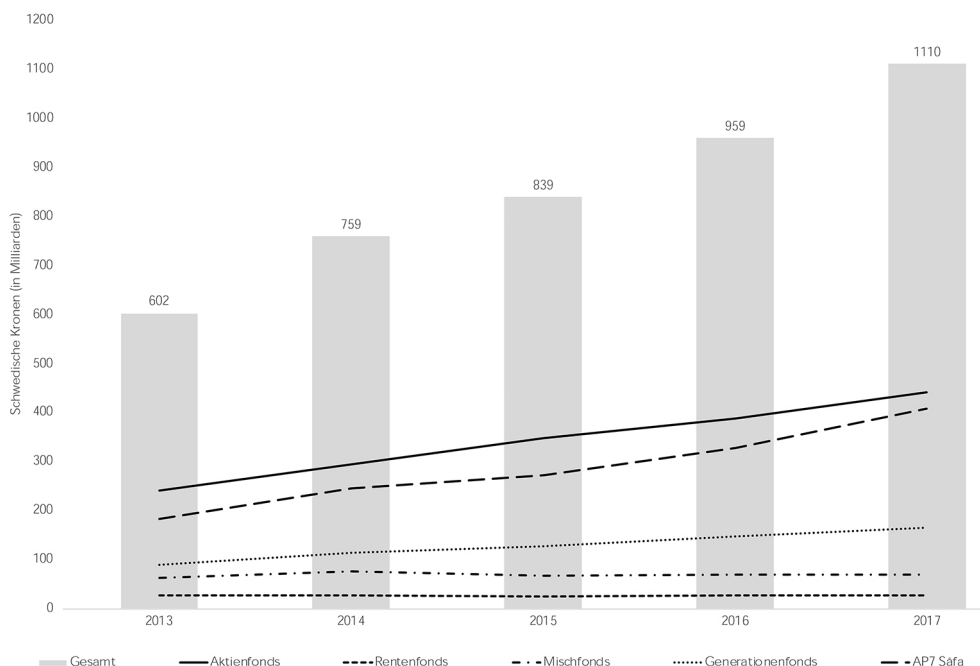
4.1 Staatlich zugelassene und staatlich verwaltete Fonds

4.1.1 Anlagestrategien und Vermögensverteilung

39,7 Prozent des gesamten Kapitals, das durch den staatlichen allgemeinen siebenten Pensionsfonds und die 103 privaten Fondsgesellschaften verwaltet wird, waren 2017 in reine Aktienfonds, 2,3 Prozent des verwalteten Kapitals in reine Rentenfonds sowie 6,3 Prozent des verwalteten Kapitals in Mischfonds investiert. Der Rest des verwalteten Vermögens wurde in Generationenfonds (15,0 Prozent) und in das AP7 Standardportfolio (36,7 Prozent) angelegt. Verglichen mit dem Referenzjahr 2013 stieg das Anlagevermögen in Aktienfonds, Mischfonds und Generationenfonds an, wohingegen die Investitionshöhe in Fonds mit ausschließlich festverzinslichen Wertpapiertiteln nahezu unverändert blieb. Relativ gesehen nimmt der Investitionsanteil in Rentenfonds im Zeitraum von 2013 bis 2017 um 47,8 Prozent und der in Mischfonds um 57,9 Prozent ab. Gleichwohl stieg im gleichen Betrachtungszeitraum der Anteil des im AP7 Sâfa verwalteten Vermögens um mehr als ein Fünftel (Abbildung 2).

Abbildung 2

Verwaltetes Kapital in den Jahren von 2013 bis 2017 nach Art des Fonds



Quelle: Eigene Darstellung auf Grundlage von Pensions Myndigheten (2018a: 21).

Bezüglich der Vermögensallokation innerhalb des siebenten allgemeinen Pensionsfonds ist zu konstatieren, dass zum Jahresende 2018 das AP7 Aktienfondsvermögen 418,8 Milliarden Schwedische Kronen und das AP7 Rentenfondsvermögen 41,2 Milliarden Schwedische Kronen betrug (Sjunde AP-fonden, 2018b; Sjunde AP-fonden, 2018c). Neben dem AP7 Aktienfonds und dem AP7 Rentenfonds existieren vier weitere staatlich verwalteten Fondsportefeuilles, welche hinsichtlich ihrer Volatilität divergieren. Das konservativ sicherheitsorientierte AP7 Fondsportfolio *Försiktigt* basiert zu 67,0 Prozent auf dem AP7 Rentenfonds und zu 33,0 Prozent auf dem AP7 Aktienfonds, wohingegen das ausgeglichene AP7 Fondsportfolio *Balanserad* zu paritätischen Anteilen aus dem AP7 Aktienfonds und dem AP7 Rentenfonds besteht. Das wachstumsorientierte AP7 Fondsportfolio *Offensiv* setzt sich zu einem Viertel aus dem AP7 Rentenfonds und zu drei Vierteln aus dem AP7 Aktienfonds zusammen. Da das Prämienrentensystem eine obligatorische, kapitalgedeckte Komponente der ersten Säule des schwedischen Alterssicherungssystems darstellt, verfügt der siebente allgemeine Pensionsfonds ferner über das Standardfondsportfolio AP7 Sâfa mit Opt-out-Klausel. Wählt der Versicherte nicht mindestens einen staatlich zugelassenen, einen staatlich verwalteten Fonds oder eines der staatlich verwalteten Fondsportefeuilles, erfolgt die automatische Anlage in das Standardfondsportefeuille. AP7 Sâfa inkludiert ein fondsbasiertes Lebenszyklus-konzept, das die Allokation des Anlagevermögens steuert. Der Versicherte investiert bis zur Vollendung des 55. Lebensjahres die gesamten Beitragszahlungen in den AP7 Aktienfonds. Mit Beginn des 56. Lebensjahres wird das Vermögen graduell bis zum Renteneintritt des Versicherten vom AP7 Aktienfonds in den AP7 Rentenfonds umgeschichtet, sodass zu Beginn des 75. Lebensjahres das Standardportefeuille final zu 67,0 Prozent in den AP7 Rentenfonds und zu 33,0 Prozent in den AP7 Aktienfonds investiert ist (Sjunde AP-fonden, 2018a: 19).

Über die Höhe des Anlagekapitals in den staatlich verwalteten Fonds und Fondsportfolios kann keine detaillierte Aussage getroffen werden. Fakt ist, dass 2017 nur 36,7 Prozent des im gesamten Prämienrentensystem verwalteten Vermögens in das fondsbasierte Lebenszyklusmodell AP7 Sâfa flossen, obwohl 63,1 Prozent aller Versicherten ihre Prämienrentenbeiträge im Standardfondsportefeuille anlegten. Die Pensionsbehörde rechnet derzeit aufgrund der Reduktion der staatlich verwalteten Fonds im Laufe des Jahres 2019 mit einem zusätzlichen Zufluss in Höhe von 9,2 Milliarden Schwedische Kronen in das Standardportfolio (Fixsen, 2019). Die durchschnittliche Anlagesumme in den AP7 Sâfa betrug im Jahr 2017 109.800 Schwedische Kronen, wohingegen die Anleger in staatlich zugelassene oder staatlich verwaltete Fondsalternativen im Mittel mehr als das Doppelte, das heißt 241.200 Schwedische Kronen, investierten (Pensionsmyndigheten, 2018b: 10). Ein Grund für die divergierenden Kontostände kann im hohen Anteil junger AP7 Sâfa Sparer mit entsprechend niedrigerem Jahreseinkommen liegen.

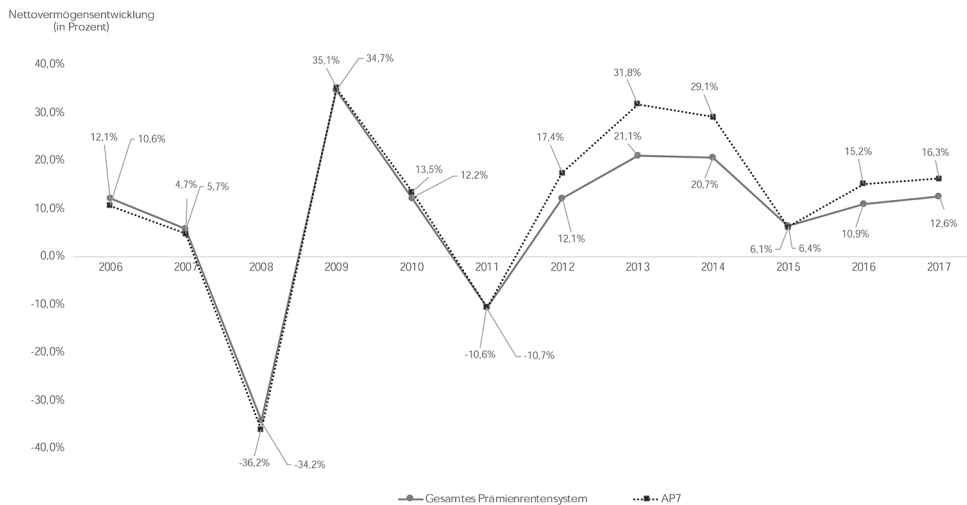
4.1.2 Wertentwicklung

Der siebente allgemeine Pensionsfonds bestand bis einschließlich 2009 aus dem Standardfonds *Premiesparfonden* und dem staatlich verwalteten *Premievals-fonden*. Seit dem Jahr 2010 wird das staatlich verwaltete Fondsvermögen ausschließlich in den AP7 Aktienfonds und den AP7 Rentenfonds angelegt. Um die Renditeentwicklung des siebenten allgemeinen Pensionsfonds vor und nach dieser Umstellung vergleichen zu können, ist die Performance auf Grundlage der gewichteten Nettovermögenswertveränderungen zu berechnen. Sowohl die jährliche Nettovermögensänderung des AP7, als auch die jährliche Nettovermögenswertveränderung des gesamten Prämienrentensystems ist in Abbildung 3 dargestellt. Die Berechnungen basieren auf dem Orange Report über das schwedische Rentensystem sowie auf den Berichten des siebenten allgemeinen Pensionsfonds im jeweiligen Berichtsjahr. Im Zeitraum von 2006 bis einschließlich 2017 beträgt

die Rendite für den AP7 im geometrischen Mittel 9,2 Prozent per annum. Im Vergleich hierzu erreicht das Prämienrentensystem im gleichen Referenzzeitraum eine durchschnittliche Rendite in Höhe von 7,2 Prozent per annum. Folglich übertrifft die durchschnittliche Performance des siebenten allgemeinen Pensionsfonds die Wertentwicklung des Markts im Betrachtungszeitraum trotz einer Reihe außerordentlicher Ereignisse, wie die globale Finanzkrise des Jahres 2008 und die hierauf folgende Euro- und Wirtschaftskrise.

Abbildung 3

Nettovermögenswertentwicklung



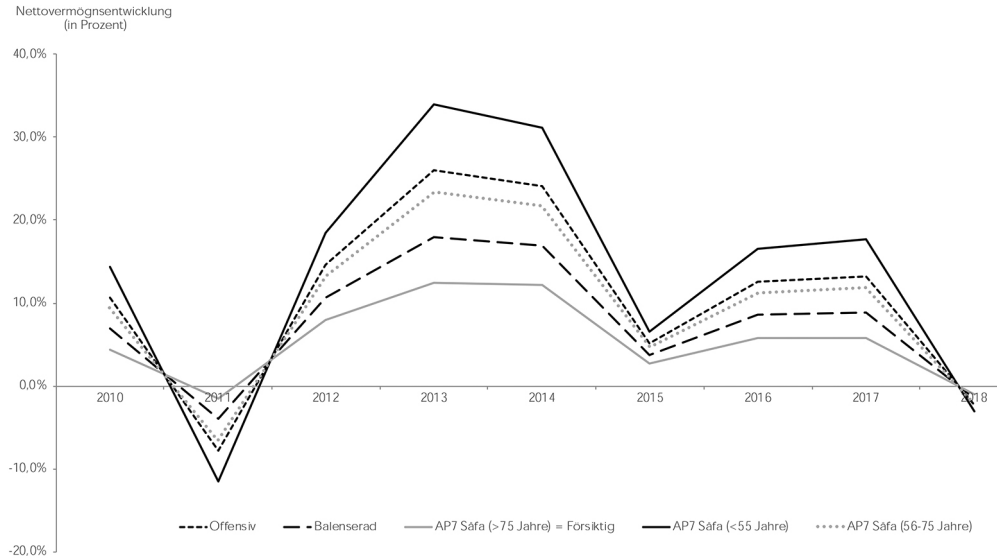
Quelle: Eigene Darstellung.

Die Veränderungen der Vermögenswerte, die durch den siebenten allgemeinen Pensionsfonds verwaltet werden, entwickelten sich gleichläufig zu den Wertänderungen des konsolidierten Prämienrentensystems. Die geometrische Jahresdurchschnittsrendite betrug in den Jahren 2010 bis 2018 10,2 Prozent für das staatlich verwaltete Fondsportfolio *Offensiv*, 7,3 Prozent für das Fondsportfolio *Balenserad* und 5,3 Prozent für das Fondsportfolio *Försiktig*. Die Nettovermögenswertentwicklung des Standardportfolios AP7 Sâfa, das auf einem Lebenszyklusmodell basiert, divergierte aufgrund des variablen Aktienanteils zwischen einer geometrischen Rendite in Höhe von 12,9 Prozent und 5,3 Prozent pro Jahr. Die Wertentwicklung der staatlich verwalteten Fondsportfolios ist für den Zeitraum von 2006 bis 2018 Abbildung 4 zu entnehmen.

Die Nettovermögensänderungen der staatlich verwalteten Fondsportfolios resultieren unmittelbar aus der jährlichen Performance des AP7 Aktienfonds und des AP7 Rentenfonds. Daher wird im Folgenden deren Anlagestrategie, Vermögensallokation und Wertentwicklung näher untersucht. Zu beachten ist, dass die Transaktions- und Verwaltungskosten des siebenten allgemeinen Pensionsfonds im Vergleich zu den durchschnittlichen Kosten des Prämienrentensystems beziehungsweise der staatlich zugelassenen Fonds geringer sind. Im Falle des siebenten allgemeinen

Abbildung 4

Nettövermögenswertentwicklung

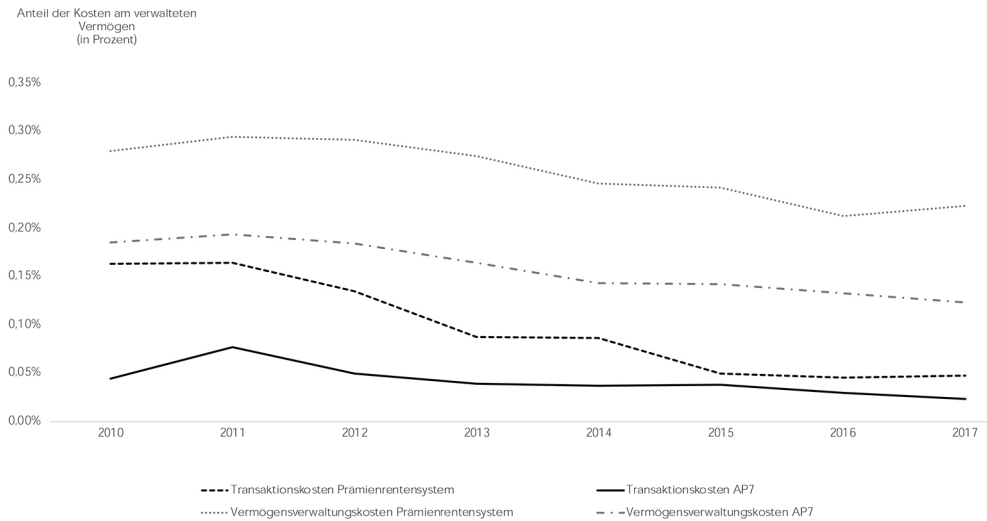


Quelle: Eigene Darstellung.

Pensionsfonds lagen in 2017 die Transaktionskosten bei lediglich 0,02 Prozent des verwalteten Kapitals und die Kapitalverwaltungskosten bei 0,12 Prozent des behördlich verwalteten Vermögens. Im Falle des Prämienrentensystems betragen die durchschnittlichen Transaktionskosten hingegen 0,05 Prozent und die durchschnittlichen Kapitalverwaltungskosten 0,22 Prozent des gesamten Vermögens. Die Entwicklung der Transaktions- und Verwaltungskosten wird in Abbildung 5 konsolidiert.

Abbildung 5

Kostenveränderungen



Quelle: Eigene Darstellung.

4.2 AP7 Aktienfonds

4.2.1 Anlagestrategie

Die Anlagestrategie des AP7 Aktienfonds fußt auf der Replikation des Marktportfolios im Sinne des Kapitalgutpreismodells (*Capital Asset Pricing Model*), sodass das Fondsvermögen in geographischer wie sektoraler Hinsicht breit gestreut in einem Basisportfolio angelegt wird. Die Gewinne des Fonds werden thesauriert (Sjunde AP-fonden 2018b: 2). Ziel des Basisportfolios ist es, die jährliche Rendite des ihm zugehörigen MSCI All Country World Referenzindexes zu übertreffen (Sjunde AP-fonden 2018c: 12). Zu diesem Zwecke ist laut § 4 der Bestimmungen für den AP7 Aktienfonds (*Fondsbestämmelser för AP7 Aktiefond*) in der Fassung vom 31. März 2017 das Fondsvermögen breit zu streuen und partiell zu hebeln. Das Basisportfolio des AP7 Aktienfonds darf laut § 5 derselben Richtlinie grundsätzlich

- übertragbare Wertpapiere,
- Geldmarktinstrumente,
- derivative Instrumente, die aus übertragbaren Wertpapieren, Geldmarktinstrumenten, Finanzindizes, Zinssätzen, Wechselkursen oder Fremdwährungen bestehen oder sich auf eben diese beziehen,
- Investmentfonds, bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren und Spezialfonds, welche dem Anlageziel und dem Anlageprofil des AP7 Aktienfonds entsprechen, sowie
- Bankguthaben

beinhalten (2017: 2). Der AP7 Aktienfonds unterliegt strikten Anlagebestimmungen, die zum 1. Januar 2019 geändert wurden. So dürfen Wertpapiere im Marktwert von maximal einem Fünftel des Aktienfondsvermögens gegen angemessene Sicherheiten und unter branchenüblichen Bedingungen verliehen werden. Etwaige Dividenden sind stets zu thesaurieren. Um das Anlageziel des Basisportfolios erreichen zu können, dürfen höchstens 6,0 Prozent des gesamten AP7 Aktienfondsvermögens in einem privaten Beteiligungsfonds angelegt werden, sodass mindestens 94,0 Prozent des AP7 Aktienfondsvermögens in einen indexbasierten Referenzfonds fließen (Sjunde AP-fonden, 2018c: 15). Der indexbasierte Referenzfonds (Indexfonds) und der private Beteiligungsfonds (Beteiligungsfonds) bilden das Basisportfolio. Sowohl der Indexfonds, als auch der Beteiligungsfonds verfolgen unterschiedliche Anlagestrategien, die nachfolgend erläutert werden.

Die erste Komponente des Basisportfolios, der Indexfonds, repliziert die Wertpapierwertentwicklung des MSCI All Country World Indexes, der 2.784 gelistete Unternehmungen aus elf Branchen in 23 entwickelten und 24 aufstrebenden Märkten subsumiert (MSCI, 2018: 1). Die fünf Aktiengesellschaften mit dem größten Gewicht in diesem internationalen Aktienindex sind Apple mit 2,01 Prozent, Microsoft mit 1,85 Prozent, Amazon mit 1,59 Prozent, Johnson & Johnson mit 0,9 Prozent und JPMorgan Chase mit 0,86 Prozent (MSCI, 2018: 2). Von der reinen Replikation des Referenzindex muss beziehungsweise darf in bestimmten Fällen und unter bestimmten Konditionen abgewichen werden. Einerseits sind Aktien vom Indexfonds auszuschließen, wenn das Geschäftsgebaren des Emittenten gegen die zehn Prinzipien für verantwortungsvolle Unternehmensführung der Vereinten Nationen verstößt oder der Erreichung der Ziele der Klimarahmenkonvention der Vereinten Nationen, des Pariser Klimaschutzübereinkommens, des schwedischen Königreichs oder weiterer, durch die schwedische Regierung unterzeichnete Übereinkommen, zuwider läuft (Svartlistade sjunde AP-fonden, 2018: 1). Derzeit stehen 65 Unternehmen, die im MSCI All Country World Index vertreten sind, auf der Investitionssperrliste, wovon 25 Firmen wiederum mittelbar oder unmittelbar an der Herstellung von Nuklearwaffen beteiligt sind (Svartlistade sjunde AP-fonden 2018: 1–3). Andererseits durften in 2018 Wertpapiere im Gesamtwert von bis zu 0,2 Prozent des AP7 Aktienfondsvermögens von der Vermögensverwaltung aktiv ausgewählt werden. Ab 2019 beträgt der nicht passiv verwaltete Anteil jedoch mindestens 9,0 Prozent des Zeitwerts des AP7 Aktienfondsvermögens (Sjunde AP-fonden 2018c: 15). Die nicht passive Selektion ist nur erlaubt, wenn die Standardabweichung der prognostizierten Überschussrendite zwischen dem Indexfonds und dem Referenzindex (Nachbildungsfehler) 3,0 Prozent unterschreitet und der höchstens zu erwartende Verlust das Doppelte des Value at Risk des Referenzindex nicht übersteigt (Sjunde AP-fonden 2018d: 11f.). Der höchstens zu erwartende Verlust des Indexfonds soll ab 1. Januar 2019 zwischen dem 0,9- bis 1,6-fachen des Value at Risk des MSCI All Country World Index betragen (Sjunde AP-fonden 2018c: 16). Zudem darf die Differenz zwischen dem Hebel des Fonds und der Wertveränderung des Referenzindex nicht mehr als +/- 12,0 Prozentpunkte betragen, wobei eine Überschreitung von +/- 15,0 Prozentpunkte an höchstens fünf Handelstagen pro Jahr zulässig ist (Sjunde AP-fonden 2018d: 12). Somit können nur Wertpapiere gewählt werden, die nicht zu einer unzulässigen Überschreitung des Risikos respektive der Volatilitätsgrenzen führen. Die Vermögensallokation im Indexfonds des Basisportfolios erfolgt prinzipiell dynamisch mit einem rollierenden Planungshorizont von fünf Jahren (Sjunde AP-fonden 2018d: 11). Unter Beachtung zuvor genannter Konditionen können im AP7 System prinzipiell folgende semiaktive und aktive Vermögensverwaltungsstrategien realisiert werden:

1. Enhanced-Indexing-Strategien stellen die erste und zugleich semiaktive Form der AP7 Vermögensverwaltung dar, die auf die Maximierung der risikoadjustierten Rendite abzielt. Der systematische Erwerb von Aktien von börsennotierten Firmen mit bestimmten Stülfaktoren, die weniger als ein Jahr im Indexfonds gehalten werden, ermöglicht es, Risiken im Basis-

- portfolio zu diversifizieren. Nach Rücksprache mit dem Anlageausschuss können Aktien erworben werden, deren Emittenten Lösungen für Wasserverschmutzungs-, Umwelt-, oder Klimaprobleme entwickeln oder vertreiben (Sjunde AP-fonden, 2019). Im ersten Halbjahr 2018 konzentrierte sich die Enhanced-Indexing-Strategie angesichts hoher Marktwerte auf die Untergewichtung internationaler Aktien, wodurch nach Abzug der Kosten 23,7 Millionen Schwedische Kronen generiert wurden (Sjunde AP-fonden, 2018e: 3). Ab 2019 soll verstärkt in Aktiengesellschaften mit einem Marktwert unter 10,0 Milliarden Schwedische Kronen und Unternehmen in Wachstumsmärkten investiert werden (Sjunde AP-fonden, 2018c: 14).
2. Wertpapierdarlehen bilden das zweite Instrument der Anlagestrategie. Wertpapierdarlehen dürfen in Höhe von maximal einem Fünftel des AP7 Aktienfondsvermögens zu marktüblichen Konditionen ausgegeben werden, sofern derartige Aktienleihen durch Staatsanleihen mit AA-Rating, liquide Mittel oder börslich gehandelte Aktien, die zum Anlageuniversum des AP7 Aktienfonds zählen, besichert sind (Sjunde AP-fonden, 2018d: 14). Das Aktienleiheprogramm des Indexfonds, das über die Bank of New York Mellon abgewickelt wird, führte im ersten Halbjahr 2018 zu einem Wertzuwachs in Höhe von 50,0 Millionen Schwedische Kronen (Sjunde AP-fonden, 2018e: 2).
 3. Derivative Finanzinstrumente sind das dritte Instrument der Anlagestrategie, da die positive wie negative Kursentwicklung eines Derivats im Vergleich zum zugrundeliegenden Basiswert überproportional ist. Die Kreditwürdigkeit des Kontrahenten eines bilateralen Derivategeschäfts sollte mindestens BBB+ betragen (Sjunde AP-fonden 2018d: 14). Der Hebeleffekt darf im Bereich zwischen 100,0 Prozent und 140,0 Prozent liegen (ab 2019 bis 135,0 Prozent), obgleich unter normalen Marktbedingungen eine Hebelwirkung in Höhe von 100,0 Prozent bis 125,0 Prozent anzustreben ist (Sjunde AP-fonden, 2018d: 10). Zur Jahresmitte 2018 betrug die Höhe des Hebeleffekts 125,0 Prozent des Fondskapitals. Gegenwärtig sind circa 35,0 Prozent der AP7 Aktienfondsvermögens mittels Aktienfutures und nicht börslich gehandelter Derivate (Total Return Swaps und Währungsderivate) gehebelt (Sjunde AP-fonden, 2019; Sjunde-AP-fonden, 2018e: 2). Der Verschuldungsgrad wurde zur Jahresmitte 2018 mit 115,1 Prozent des Fondskapitals quantifiziert.
 4. Alpha-Strategien stellen die vierte und zugleich aktive Form der AP7 Vermögensverwaltung dar. Durch den Leerverkauf einer Aktie, die an einem der 37 geregelten Aktienmärkte des MSCI All Country World Index gehandelt werden muss, spekuliert die Vermögensverwaltung auf sinkende Aktienkurse (Sjunde AP-fonden, 2019). Der Zeitraum zwischen dem Leerverkauf und der Rückgabe der Aktie beträgt ein bis drei Jahre (Sjunde AP-fonden, 2018d: 11). Die Long-Short-Strategie generierte im ersten Halbjahr des Jahres 2018 einen Verlust in Höhe von 159,7 Millionen Schwedische Kronen (Sjunde AP-fonden, 2018e: 3).

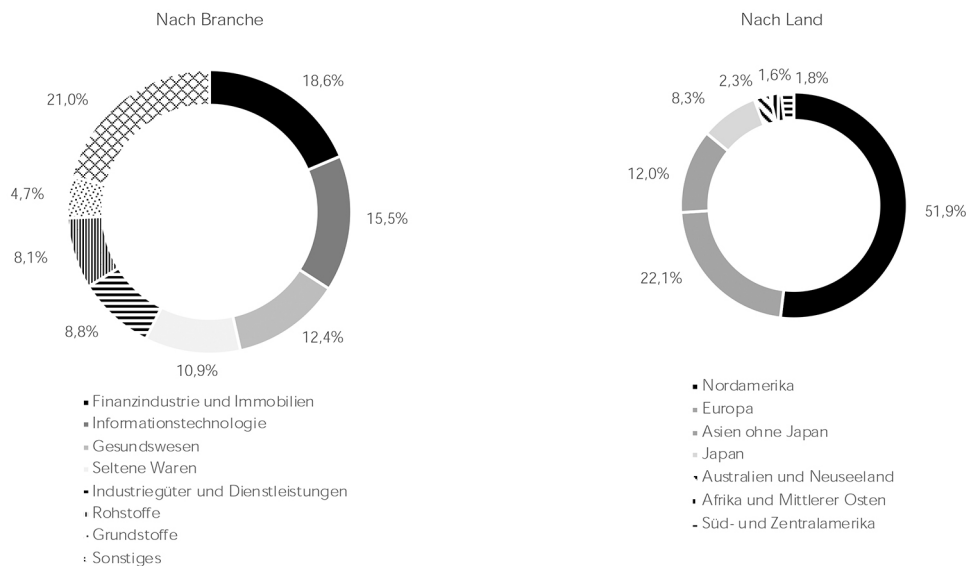
Die zweite Komponente des Basisportfolios, der Beteiligungsfonds, wird durch nicht-schwedische Gesellschaften extern verwaltet, an denen der siebente allgemeine Pensionsfonds direkt beteiligt ist. Grundsätzlich müssen die indirekt gehaltenen privaten Beteiligungen an nicht gelisteten Unternehmen hinsichtlich des Auflegungsjahrs, des Markts und der Branche beziehungsweise des Sektors breit diversifiziert sein (Sjunde AP-fonden, 2018c: 14). Ferner darf der Marktwert alternativer Anlagen ein Zehntel des Beteiligungsfondsvermögens regelmäßig nicht überschreiten (Sjunde AP-fonden, 2018d: 9f.). Durch Anlagen in Private Equity soll eine durchschnittliche Nettorendite erwirtschaftet werden, die die Wertentwicklung des MSCI All Country World Index über einen Zeitraum von einer Dekade um mindestens 2,0 Prozent per annum übertrifft (Sjunde AP-fonden, 2018d: 12). Der Anlagehorizont für private Beteiligungen liegt bei 10 bis 15 Jahren (Sjunde AP-fonden, 2018d: 11). Der Beteiligungsfonds darf des Weiteren indirekte Anlagen im so genannten sauberen Technologiesektor halten.

4.2.2 Vermögensallokation und Wertentwicklung

Zum 31. Dezember 2018 investierte der AP7 Aktienfonds 418,8 Milliarden Schwedische Kronen in börslich und außerbörslich gehandelte übertragbare Wertpapiere (Sjunde AP-fonden, 2018b). 95,9 Prozent des verwalteten Nettofondsvermögens wurde zur Jahresmitte 2018 in börslich gehandelte übertragbare Wertpapiere im Indexfonds angelegt (Sjunde AP-fonden, 2018f: 7). Die Aktien mit einem positiven Marktwert waren zum Ende des Jahres 2018 zu 18,6 Prozent im Finanz- und Immobiliensektor, zu 15,5 Prozent im Informationstechnologiesektor, zu 10,9 Prozent im Handelssektor für seltene Waren und zu 12,4 Prozent im Gesundheitssektor investiert (Pensionsmyndigheten, 2019a). Mit mehr als der Hälfte des verwalteten Vermögens beteiligte sich der AP7 Aktienfonds an Unternehmungen mit einem Hauptsitz in Nordamerika (Sjunde AP-fonden, 2018b). Die Allokation des AP7 Aktienfondsvermögens nach Branche und Land ist Abbildung 6 zu entnehmen. Zu Beginn des Jahres 2019 allokierte die AP7-Fondsverwaltung den Vermögensanteil, der in börslich gehandelte und übertragbare Wertpapiere angelegt wurde, zu 1,8 in Apple, zu 1,7 Prozent in Microsoft, zu 1,5 Prozent in Alphabet, zu 1,4 Prozent in Amazon, zu 0,8 Prozent in Johnson & Johnson, zu 0,8 Prozent in JPMorgan Chase, zu 0,8 Prozent in Tencent Holdings sowie zu 0,7 Prozent in Facebook (Pensionsmyndigheten, 2019a) (Abbildung 6).

Abbildung 6

Vermögensallokation des AP7 Aktienfonds



Quelle: Eigene Darstellung.

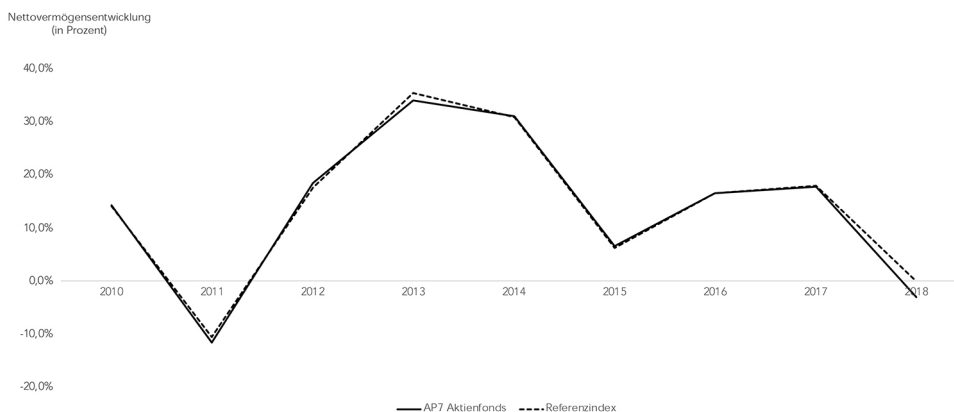
Der Anteil außerbörslich gehandelter Derivate mit einem positiven Marktwert betrug zum Anfang dieses Jahres 0,02 Prozent und mit einem negativen Marktwert -0,28 Prozent des AP7 Aktienfondsnettovermögens. 1,9 Prozent des verwalteten Nettovermögens wurde zur Jahresmitte 2018 in

außerbörslich gehandelte übertragbare Wertpapiere im Beteiligungsfonds angelegt (Sjunde AP-fonden, 2018f: 7). Die privaten Beteiligungen wurden und werden mittels fünf nicht-schwedischen Vermögensverwaltern, namentlich LGT Capital Partners, HarbourVest, Hamilton Lane, Adam Street Partners und Stafford Sustainable Capital Partners, gehalten (Sjunde AP-fonden, 2018f: 39). Unter den Private Equity Gesellschaften, an denen der siebente allgemeine Pensionsfonds beteiligt ist, finden sich Venture Capital Fonds, Buyout Fonds, Mezzanine Fonds, Cleantech Fonds und Sustainable Fonds.

Durch diese Verteilung des konsolidierten AP7 Aktienfondsvermögens wurde unter den Kapitalmarktbedingungen des Jahres 2018 eine negative Rendite in Höhe von -3,0 Prozent erzielt (Pensionsmyndigheten, 2019a). Nichtsdestotrotz wurde das Anlageziel erreicht. Der *Aktiefond* generierte seit seiner Implementierung im Jahr 2010 bis einschließlich 2017 eine geometrische Nettorendite in Höhe von 15,1 Prozent pro Jahr, wohingegen die durchschnittliche Jahresperformance des Referenzindex 15,2 Prozent beträgt. Damit gilt das Ziel der Vermögensverwaltungsstrategie als erreicht (Abbildung 7).

Abbildung 7

Vergleich AP7 Aktienfonds und Referenzindex



Quelle: Eigene Darstellung.

4.3 AP7 Rentenfonds

4.3.1 Anlagestrategie

Die Anlagestrategie des AP7 Rentenfonds zielt auf einen jährlichen Nettovermögenswertzuwachs, der mindestens der Rendite des Referenzrentenindex HMT 74 der Handelsbanken entspricht, ab (Sjunde AP-fonden, 2018e: 12). Die AP7 Rentenfondsanlagen in schwedische Staatsanleihen und gedeckte Schuldverschreibungen wurden bis auf die durch die Fondsgesellschaft gehaltenen grünen Anleihen, mit denen nachhaltige und klimafreundliche Projekte finanziert werden, passiv verwaltet (Sjunde AP-fonden, 2018a: 39). Ein Anlagefokus des siebenten allgemeinen Pensions-

fonds liegt auf wirkungsorientierten Projekten, die soziale, gesellschaftliche oder ökologische Probleme zu lösen versuchen (Sjunde AP-fonden 2017: 1). Laut § 4 der Bestimmungen für den AP7 Rentenfonds (Fondsbestämmelser för AP7 Räntefond) in der Fassung vom 31. März 2017 ist das Fondsvermögen in Finanzinstrumente mit einem geringen Kreditrisiko und einer durchschnittlichen Duration von maximal drei Jahren anzulegen, welche überwiegend in Schwedischen Kronen denominiert sind. Somit ist die AP7 Rentenfondsverwaltung laut § 5 derselben Richtlinie befugt das Fondsvermögen

- in verzinsliche übertragbare Wertpapiere, die unter das Gesetz über die Emission von Pfandbriefen aus dem Jahre 2003 (Lag om utgivning av säkerställda obligationer – 2003:1223) fallen,
- in Geldmarktinstrumente,
- in börslich und außerbörslich gehandelte derivative Instrumente, die aus verzinslichen übertragbaren Wertpapieren, Geldmarktinstrumenten, Finanzindizes, Zinssätzen, Wechselkursen oder Fremdwährungen bestehen oder sich auf eben diese beziehen,
- in Investmentfonds, bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren und Spezialfonds, welche dem Anlageziel und dem Anlageprofil des AP7 Rentenfonds entsprechen, und
- Bankguthaben

anzulegen (Sjunde AP-fonden, 2017: 2). Die festverzinslichen Wertpapiere müssen von der schwedischen Regierung respektive einer anderen Regierung mit einer ähnlich hohen Kreditwürdigkeit oder einer Unternehmung, die mehrheitlich im Besitz des schwedischen Königreichs ist, emittiert werden. Auch kann ein festverzinsliches Wertpapier, für dessen Emittent der schwedische Staat bürgt, von der AP7 Rentenfondsverwaltung erworben werden. Darüber hinaus existieren strenge Anlagevorschriften. Laut § 8 der Bestimmungen für den AP7 Rentenfonds darf maximal ein Zehntel des Rentenfondsvermögens einem Währungsrisiko ausgesetzt sein, das wiederum mittels Währungsderivaten in Höhe von maximal 30,0 Prozent des Zeitwerts abgesichert werden muss. Ferner sind höchstens ein Fünftel des AP7 Rentenfondsvermögens zu entleihen sowie maximal ein Zehntel in Investmentfonds und höchstens drei Zehntel des AP7 Rentenfondsvermögens in Bankguthaben zu investieren.

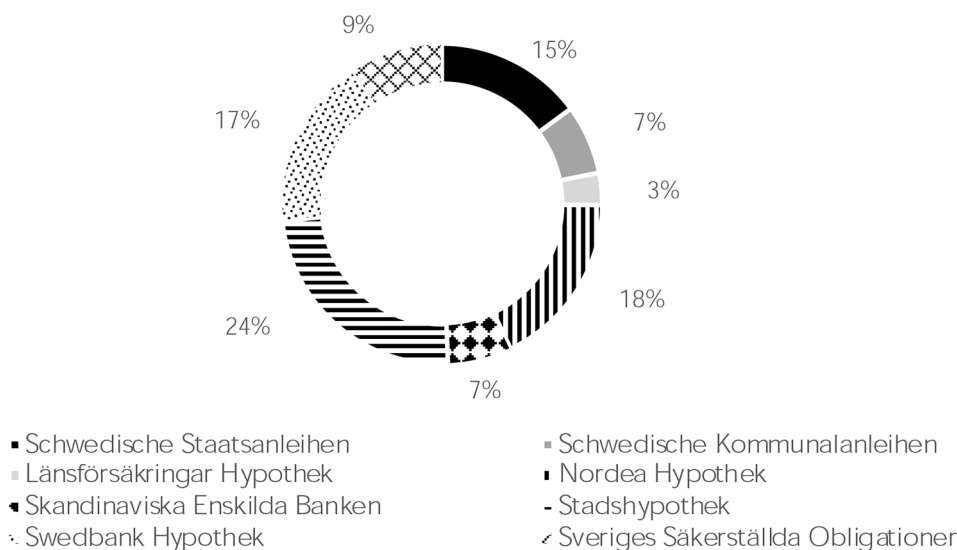
4.3.2 Vermögensallokation und Wertentwicklung

Zum 31. Dezember 2018 investierte der AP7 Rentenfonds 41,2 Milliarden Schwedische Kronen, von denen 23,3 Prozent in schwedische Staats- und Kommunalanleihen sowie 76,7 Prozent in gedeckte Schuldverschreibungen angelegt wurden (Sjunde AP-fonden, 2018c; Pensionsmyndigheten, 2019b). Die Emittenten der gedeckten Schuldverschreibungen waren ausschließlich schwedische Pfandbrief- und Hypothekenbanken. Die Allokation des AP7 Rentenfondsvermögens ist in Abbildung 8 dargestellt. Darüber hinaus sind im Jahr 2018 keine derivativen Geschäfte durch den *Räntefond* zu verzeichnen.

Der AP7 Rentenfonds erzielte im Jahr 2018 eine leicht negative Rendite in Höhe von -0,1 Prozent (Pensionsmyndigheten, 2019b) und zwischen 2010 und 2017 eine geometrische Jahresrendite in Höhe von 1,5 Prozent per annum. Die Benchmark des *Räntefond*, der HMT 74 Rentenindex, wächst im geometrischen Mittel im gleichen Zeitraum um 1,8 Prozent pro Jahr. Folglich verfehlt der AP7 Rentenfonds seinen Zielwert um durchschnittlich 0,3 Prozent, sodass das Ziel der anleihebezogenen Anlagestrategie aufgrund des Toleranzbereichs von +/- 0,1 Prozent verfehlt wurde.

Abbildung 8

Vermögensallokation des AP7 Rentenfonds



Quelle: Eigene Darstellung.

5 Fazit

Die vorliegende Analyse zeigt, dass die Anlagestrategie und Vermögensallokation des staatlich verwalteten siebenten allgemeinen Pensionsfonds AP7 im Vergleich zum gesamten schwedischen Prämienrentensystem ertragreich und zugleich kosteneffizient sind. Trotz einer heterogenen und fluktuierenden Renditeentwicklung im Vor- und Nachkrisenzeitraum erzielt der AP7 zwischen 2010 und 2017 eine geometrische Jahresnettoerndite, die der durchschnittlichen Entwicklung des Marktes entspricht. Gleichzeitig sind die Vermögensverwaltungs- und Transaktionskosten des siebenten allgemeinen Pensionsfonds in Relation zu Investmentvehikeln anderer, im Prämienrentensystem agierender Finanzdienstleister deutlich geringer. Die leistungsbezogenen Ziele der Anlagestrategie des AP7-Aktienfonds wurden im vergangenen Jahr erreicht, wohingegen die des AP7-Rentenfonds als verfehlt gelten können. Gleichwohl ist davon auszugehen, dass aufgrund der angestoßenen Reform des Prämienrentensystems verhaltensbasierte Hürden zum Fondswechsel abgebaut und kognitionspsychologische Kosten erheblich gesenkt werden. Hierdurch könnte die rentensystemische Bedeutung der staatlich verwalteten und staatlich zugelassenen Fonds künftig weiter zunehmen. In jedem Falle beweist das schwedische Prämienrentensystem bereits gegenwärtig, dass eine staatlich organisierte und verwaltete kapitalgedeckte Alterssicherung wettbewerbsfähig sein kann und dass das Ruhestandseinkommen mittels einer kontenbasierten Kapitaldeckung, die die gesetzliche Rentenversicherung komplementiert, grundsätzlich erhöht werden kann.

Literaturverzeichnis

- Böhnke, M., E. Brüggemund und T. Post, (2018): Well-appreciated but (too) Difficult Pension Choices? Insights from the Swedish Premium Pension System. , S. 1–37.
- Czech, S. (2016): Choice Overload Paradox and Public Policy Design: The Case of the Swedish Pension System. *Equilibrium. Quarterly Journal of Economics and Economic Policy*, 3 (11), S. 559–584.
- Finansdepartementet und Socialdepartementet (2013): Vägval för premiepensionen (Ds 2013:35). 2013, URL: <https://www.regeringen.se/49bb49/contentassets/11bof648e97241858cb3074516931bb7/vagval-for-premiepensionen-ds-201335>.
- Fixsen, R. (2018): Sweden appoints implementation chief for premium pension. *Investment and Pensions Europe Magazine (IPE)*, URL: <https://www.ipe.com/countries/sweden/sweden-appoints-implementation-chief-for-premium-pension-reform/www.ipe.com/countries/sweden/sweden-appoints-implementation-chief-for-premium-pension-reform/10025710.fullarticle>.
- Fixsen, R. (2019): Sweden cuts one third of investment options in system overhaul. *Investment and Pensions Europe Magazine (IPE)*, URL: <https://www.ipe.com/countries/sweden/sweden-cuts-one-third-of-investment-options-in-system-overhaul/www.ipe.com/countries/sweden/sweden-cuts-one-third-of-investment-options-in-system-overhaul/10029001.fullarticle>.
- Fondbolagens förening (2013): Facts and myths about the premium pension system. 2013, URL: http://fondbolagen.se/Documents/Fondbolagen/Studier%20-%20dokument/PM%20Facts%20and%20myths%20about%20the%20premium%20pension_ENG.pdf.
- Fondbolagens förening (2015): More facts about the premium pension 2.0. 2015, URL: <http://fondbolagen.se/PageFiles/835/PM%20More%20of%20facts%20about%20the%20premium%20pension%202015.pdf>.
- Haupt, M. und S. Kluth (2012): Das schwedische Beispiel der kapitalgedeckten Altersvorsorge – Ein Vorbild für Deutschland? *Vierteljahrshefte zur Wirtschaftsforschung*, 2 (81), S. 213–230.
- Moss, G. (2017): Maltese Falcon Funds fraud turns into Swedish noir. *Investment and Pensions Europe Magazine (IPE)*, URL: <https://www.ipe.com/countries/sweden/maltese-falcon-funds-fraud-turns-into-swedish-noir/10017174.article>.
- MSCI (2018): MSCI ACWI Index (USD). 2018, URL: <https://www.msci.com/documents/10199/8d97d244-4685-4200-a24c-3e2942e3adeb>.
- Pensionsmyndigheten (2018a): Orange Report 2017: Annual Report of the Swedish Pension System. 2018a.
- Pensionsmyndigheten (2018b): Premiepensionen: Pensionsspararna och pensionärerna 2017. 2018b.
- Pensionsmyndigheten (2018c): Fund Agreement. 2018c, URL: https://www.pensionsmyndigheten.se/content/dam/pensionsmyndigheten/blanketter-broschyrer-faktablad/för-fondbolag/Fund%20agreement_2.0.pdf.
- Pensionsmyndigheten (2019a): 581371 – AP7 Aktiefond. 2019a, URL: <https://www.pensionsmyndigheten.se/service/fondtorg/fond/581371>.
- Pensionsmyndigheten (2019b): 545541 – AP7 Räntefonds. 2019b, URL: <https://www.pensionsmyndigheten.se/service/fondtorg/fond/545541>.
- Regeringskansliet (2017): Pilot study of possible structural changes for a more secure and more efficient premium pension system. 2017, URL: <https://www.government.se/4ad143/>

- globalassets/government/dokument/socialdepartementet/pilot-study-premium-pension_en.pdf.
- Regeringskansliet (2018): The Swedish pension system and pension projections until 2070. 2018, URL: https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/final_country_fiche_se.pdf.
 - Sjunde AP-fonden (2017): Fondbestämmelser för AP7 Räntefond. 2017, URL: <https://www.ap7.se/app/uploads/2017/04/Fondbestämmelser-AP7-Räntefond-31-mars-2017.pdf>.
 - Sjunde AP-fonden (2018): AP7 Räntefond., URL: <https://www.ap7.se/vart-utbud/ap7-rante-fond/>.
 - Sjunde AP-fonden (2018a): Årsredovisning 2017 AP7. 2018a, URL: https://www.ap7.se/app/uploads/2017/03/AP7_pdf_final.pdf.
 - Sjunde AP-fonden (2018b): AP7 Aktiefond., URL: <https://www.ap7.se/vart-utbud/ap7-aktie-fond/>.
 - Sjunde AP-fonden (2018c): Riktlinjer för placeringsverksamheten. 2018c, URL: <https://www.ap7.se/app/uploads/2018/12/riktlinjer-fr-placeringsverksamheten-beslutade-av-styrelsen-2018-12-10.pdf>.
 - Sjunde AP-fonden (2018d): Riktlinjer för placeringsverksamheten. 2018d, URL: <https://www.ap7.se/app/uploads/2018/05/Riktlinjer-för-placeringsverksamheten-april-2018-1.pdf>.
 - Sjunde AP-fonden (2018e): Halvårsredogörelse 2018: AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond. 2018e, URL: <https://www.ap7.se/app/uploads/2017/03/Halvårsredogörelse-AP7-Aktiefond-och-AP7-Räntefond-2018.pdf>.
 - Sjunde AP-fonden (2018f): Halvårsredogörelse AP7 Aktiefond Innehavsbilaga 2018. 2018f, URL: <https://www.ap7.se/app/uploads/2018/09/Halvårsredogörelse-AP7-Aktiefond-Inneha-vsbilaga-2018.pdf>.
 - Sjunde AP-fonden (2019): Detailed investment strategy, URL: <https://www.ap7.se/english/about-us/detailed-investment-strategy/>.
 - Socialdepartementet (1994): Reformerat pensionssystem: Betänkande av Pensionsarbetsgruppen. 1994, URL: <https://lagen.nu/sou/1994:20?attachment=index.pdf&repo=soukb&dir=downloaded>.
 - Svartlistade sjunde AP-fonden (2018): Svartlistade bolag från och med 12 december 2018. 2018, URL: <https://www.ap7.se/app/uploads/2018/12/ap7-svarta-lista-12-december-2018.pdf>.