



**RALF  
TAUBE**  
HESSISCHER  
RUNDFUNK



**THOMAS  
NITSCHKE**  
HELABA  
INVEST

Foto: Ralf T. Eckel

# hr setzt auf Masterfonds

Ralf Taube, Bereichsleiter Finanzmanagement beim Hessischen Rundfunk (hr), und Thomas Nitschke, Gruppenleiter Asset Management Overlay & bAV bei Helaba Invest, erläutern, wie die Kapitalanlage der Pensionsgelder für den hr funktioniert.

**H**err Taube, der Hessische Rundfunk legt die Pensionsgelder für seine Beschäftigten selbst am Kapitalmarkt an. Woher kommt diese Eigenverantwortung?

**Ralf Taube:** Der öffentlich-rechtliche Rundfunk wurde in der Bundesrepublik von Anfang an so organisiert, dass er möglichst unabhängig agieren kann und soll. Entsprechend zählt der hr nicht zum öffentlichen Dienst, so dass die Beschäftigten weder Beamtenstatus erhalten noch der Tarifvertrag des öffentlichen Dienstes zur Anwendung kommt. **Vieler hat der Rundfunk eigene Tarifverträge und damit auch eine eigene Regelung und Finanzie-**

**rung für die Altersversorgung der festangestellten Beschäftigten.** Vor dem Hintergrund der Generationengerechtigkeit wird die Finanzierung der Altersversorgungsansprüche nicht bis zur Fälligkeit verschoben, sondern wir sparen das Geld entsprechend vorher in Form eines Deckungsstocks an.

**Welche bAV-Systeme bietet der hr festangestellten Beschäftigten derzeit an?**

**Ralf Taube:** Man kann zwischen drei Altersversorgungssystemen unterscheiden, die im Zeitverlauf jeweils angepasst wurden. Bei Eintritt bis zum Jahr 1998 ist die Versorgung etwa vergleichbar mit einer

Beamtenversorgung. Für Eintritte danach bis zum Jahr 2015 orientieren sich die Versorgungszusagen an Angestellten des öffentlichen Dienstes. Beide Systeme richten sich in Bezug auf die Höhe der Auszahlung am Gehalt aus. **Für alle Neueintritte ab 2016 gilt ein beitragsorientierter Vertrag, das heißt, jetzt ist die Höhe der Altersversorgung auch von der Entwicklung der Kapitalmärkte abhängig.** Damit bieten die Rundfunkanstalten heute das vermutlich gängigste Instrument in der betrieblichen Altersversorgung an. Die beiden neueren Altersversorgungssysteme werden von einer Pensionskasse der Rundfunkanstalten, der Baden-Badener Pensionskasse, verwaltet. Die vorigen Altersversorgungszusagen wickeln die Rundfunkanstalten noch selbst ab.

### Welche Ziele verfolgt der hr in der Kapitalanlage?

**Ralf Taube:** Im Prinzip ist es nicht anders als bei einer Pensionskasse in der Privatwirtschaft: Wir wollen auskömmliche Renditen mit aktivem Risikomanagement am Kapitalmarkt erzielen, um unsere Altersversorgungsverpflichtungen erfüllen zu können. Dabei wollen wir mit möglichst gängigen Kapitalmarktinstrumenten ein transparentes Anlageverhalten an den Tag legen. Wir haben auch ein Aufsichtsorgan, in unserem Fall einen Verwaltungsrat. Diesen informieren wir regelmäßig über unsere Kapitalmarktaktivitäten, und er legt letztlich unsere Anlagenrichtlinie fest. Unsere operative Steuerung erfolgt im Rahmen eines Anlageausschusses, an dem die Helaba Invest als Berater teilnimmt.

### Nach welchen Kriterien wählen Sie Asset Manager aus?

**Ralf Taube:** In der Kapitalanlage arbeiten wir mit verschiedenen Asset Managern zusammen und verfolgen dabei einen Best-in-Class-Ansatz für die einzelnen Segmente, die wir in unserem Masterfonds haben. Bei der strategischen Beratung ist uns ein professioneller und solider Partner wichtig, der uns ganzheitlich versteht und ein Verständnis für öffentliche Gelder hat. Als hessische Landesrundfunkanstalt passt es zudem gut

zu uns, dass wir einen Berater mit regionalen Wurzeln in Hessen haben, auch wenn das kein ausschlaggebendes Kriterium ist. Wir haben uns bewusst für einen strategischen Berater entschieden, anstatt diese Expertise intern aufzubauen. Wir stellen damit sicher, dass wir immer am Puls der Zeit sind und von neuesten Erkenntnissen und vom gesamten Kompetenzspektrum einer Bank profitieren. Meines Erachtens wäre es wirtschaftlich nicht sinnvoll, alle diese Kompetenzen bei uns intern vorzuhalten. Dafür sind wir zu klein.

**Thomas Nitschke:** Der Kapitalmarkt hat es Pensionsmandaten in den letzten Jahren nicht immer einfach gemacht. Das sehen wir als Helaba Invest, wenn wir mit unseren institutionellen Kunden über deren Herausforderungen sprechen.

### Welche Strategie verfolgt der hr bei der Kapitalanlage für den Deckungsstock?

**Ralf Taube:** Ich schicke voraus, dass die sogenannte „Kommission zur Ermittlung des Finanzbedarfs“ (KEF) den Rundfunkbeitrag prüft. Die KEF ist ein Expertengremium aus 16 unabhängigen Sachverständigen, die den Bundesländern eine Empfehlung für die Beitragshöhe aussprechen. Dabei werden auch Zinssätze für die Kapitalerträge unterstellt, was letztlich unsere Benchmark ist. Unser Ziel ist es folglich, diesen Wert zu erreichen und zu übertreffen. Ich betone aber, dass wir diesen nur leicht übertreffen wollen, da wir risikoavers anlegen. Dafür betreiben wir ein aktives Risikomanagement. Das Risikobudget finanzieren wir aus etwaigen Überrenditen.

**Thomas Nitschke:** **Bei der Ableitung der strategischen Asset Allocation – kurz SAA – stellt die KEF-Rendite eine Grundlage dar.** Gleichzeitig investiert der hr mit einem mittel- bis langfristigen Zeithorizont. Hierbei berücksichtigen wir sowohl die eher kurzfristige KEF-Rendite-Anforderung als auch die langfristigen Anforderungen eines Pensionsinvestments. Wir untersuchen, welche Asset-Klassen aktuell gute Möglichkeiten bieten, diese Renditen zu erreichen. In einer Optimierung berechnen wir eine

## CV

### RALF TAUBE

#### Seit 2019

Bereichsleiter Finanzmanagement, Hessischer Rundfunk

#### 2013–2019

Finance Director/CFO, Bilfinger Water Technologies/ Aqseptence Group

#### 2011–2013

Head of/Project Manager Corporate Development/ M&A, Bilfinger Facility Services

#### 2001–2009

diverse Expertenfunktionen, Corporate Banking, Hypo-Vereinsbank

MBA, Australian Graduate School of Management, London Business School

Bachelor of Business Administration, Frankfurt School of Finance & Management

## CV

### THOMAS NITSCHKE

#### Seit 2010

diverse Fach- und Führungsfunktionen (seit 2021 Leiter Overlay & bAV), Helaba Invest Kapitalanlagegesellschaft mbH

#### 2008–2010

Assistant Manager Advisory, KPMG

#### 2007

Portfolio Analyst, BayernInvest

#### 2001–2006

Diplomstudium Mathematik, Ludwig-Maximilians-Universität München

passende SAA und diskutieren diese mit dem Anleger. Gleichzeitig simulieren wir Risikofälle. Wie würde die Allokation etwa in einem 2008-Szenario aussehen? Welche Verluste würden auftreten? Auch müssen wir bedenken, welche Asset-Klassen sich kurzfristig anpassen lassen. Aufgrund der langen Verpflichtungen spielen illiquide Assets eine größere Rolle, da der Anleger in diesen Asset-Klassen eine gute Planbarkeit hat und die Illiquiditätsprämie dieser Investments vereinnahmen kann. Gleichzeitig sind Anpassungen hier viel schwieriger. Sie können Aktienquoten zwar schnell anpassen, doch es ist schwieriger, Immobilienquoten schnell auf- und wieder abzubauen.

#### Wie ist der Deckungsstock des hr aktuell zusammengesetzt?

**Ralf Taube:** Unsere Kapitalmarktinstrumente sind in der juristischen Hülle eines Masterfonds gebündelt. Das bietet uns Vorteile wie Insolvenzschutz, vor allem einen sicheren gesetzlichen Rahmen. Zudem wird die Performance der einzelnen Segmente innerhalb des Masterfonds saldiert. So behalten wir die einzelnen Asset-Klassen im Blick und profitieren von einer niedrigeren Volatilität durch die Diversifikation im Gesamtfonds. Damit weisen wir eine relativ stabile Position in der Bilanz auf. **In unserem Masterfonds verfolgen wir einen breit diversifizierten Ansatz.** Wie schon erwähnt, investieren wir in liquide und illiquide Assets. Damit wollen wir Chancen nutzen und gleichzeitig Risiken managen. Wir befinden uns hier eng im Austausch mit der Helaba Invest, auch in Bezug auf neue Investitionsmöglichkeiten. So haben wir Immobilien und Infrastruktur bereits im Jahr 2012 als neue Asset-Klassen aufgenommen. Das hat uns im Niedrigzins stabilisiert.

**Thomas Nitschke:** Wir beobachten den Markt genau und schauen, welche Asset-Klassen attraktiv sind. Dazu zählen nicht nur die Klassiker wie Aktien und Anleihen, sondern auch alternative Asset-Klassen wie Immobilien und Infrastruktur. Sie bieten oft ein attraktives Profil, und gerade langfristig orientierte Investoren können von Illiquiditätsprämien profitieren.

**Ralf Taube:** Uns ist wichtig, global anzulegen, etwa bei Aktien, ohne unnötige zusätzliche Risiken aufzubauen. Im Bereich der Anleihen investieren wir in erster Linie in defensive europäische Anleihen, so in Pfandbriefe und Staatsanleihen mit guter Bonität als die Stützpfeiler unseres Portfolios. Sofern Anleihen gekauft werden, die nicht in Euro emittiert wurden, werden diese zum größten Teil in Euro gesichert. Letztlich werden alle unsere Altersversorgungsverpflichtungen in Euro gezahlt, so dass wir hier keine Notwendigkeit sehen, in verschiedene Währungen zu investieren.

#### Die KEF orientiert sich in ihrer Zielrendite auch am Zinsumfeld. Wie beeinflusst der langjährige Niedrigzins die Zielrendite?

**Ralf Taube:** In der Tat spielt das Zinsumfeld eine große Rolle, da Anleihen der größte Teil in unserer SAA sind. In der Niedrigzinsphase bis Ende 2021 war es kaum möglich, mit defensiven Anlagen Geld zu verdienen, so dass selbst eine Zielrendite von 1,25 Prozent ambitioniert erschien. Hier hat es sich ausgezahlt, dass wir früh in illiquide Asset-Klassen investiert haben. Im Endeffekt haben wir uns damals entschieden, etwas mehr Risiko über eine höhere Aktienquote mit einer Absicherungsstrategie zu nehmen und gleichzeitig etwas vorsichtiger bei der Duration zu bleiben – eine Entscheidung, die sich ausgezahlt hat. Gerade Aktien haben seit Ende 2022 einen signifikanten Mehrwert liefern können.

**Thomas Nitschke:** Wir haben damals darüber nachgedacht, wie wir die Asset-Klassen für den hr ausweiten können. So haben wir im Anleihe segment sowohl bei Bonitäten als auch bei Regionen neue Wege beschritten, um die Rendite zu steigern. **Der hr entschied sich dafür, mit den bestehenden Instrumenten zu arbeiten und die Aktienquote zu erhöhen in Verbindung mit einer Absicherungsstrategie für potentielle Kursverluste.** Die höhere Aktienquote hat einen sehr positiven Beitrag zum Gesamtportfolio geleistet und die Kosten des Risikomanagements mehr als kompensiert.

## Wie wirkte sich dann der Zinsanstieg im Jahr 2022 auf die Kapitalanlage aus?

**Ralf Taube:** Auf der einen Seite war der Zinsanstieg in 2022 auch für uns schmerzhaft, denn auf der liquiden Seite gab es keine Assets mehr, die nicht gelitten hatten. Dabei kam uns zugute, dass wir aus den obengenannten Gründen in der Duration relativ kurz waren. Auf der anderen Seite konnten die illiquiden Assets die Anlage stabilisieren. Hier hat sich ausgezahlt, dass viele der Infrastrukturinvestments eine Indexierung zur Inflation haben und den Inflationsanstieg kompensieren konnten. Die Immobilien blieben relativ stabil, bewegen sich seither aber seitwärts. Die generierten Mieteinnahmen gleichen somit Wertanpassungen aus. Dafür sind die Festverzinslichen wieder stetige Ertragskomponenten.

**Thomas Nitschke:** Natürlich war 2022 ein schmerzhaftes Jahr für viele Investoren. Gerade defensive Portfolios mit sehr langen Anleihen wurden vom Zinsanstieg hart getroffen. Ein Anleger, der Ende 2021 ein breiter gestreutes Pfandbriefinvestment über gängige Laufzeiten getätigt hat, befindet sich aktuell trotz gestiegener Zinsen weiterhin rund 3 Prozent im Minus. Aktuell sehen wir das Zinsniveau als deutlich gesünder für viele Anleger an. Es lassen sich sehr viel mehr Assets in einem Portfolio nutzen, um einen signifikanten Beitrag zur Erreichung der Zielrendite zu leisten.

## Wie gehen Sie mit Kapitalmarktkrisen um?

**Ralf Taube:** Wir sind langfristiger Investor und bauen unseren Masterfonds so, dass wir idealerweise nur optimieren, aber nie unter Zwang handeln müssen. Hier spielt unsere Absicherungsstrategie, die sich bei diesen Ereignissen bisher als wirksam erwies, eine wichtige Rolle. Wir versuchen deshalb, unsere SAA durchzuhalten. Wir glauben an langfristige Erträge am Kapitalmarkt, und dafür müssen wir fast immer investiert sein. Ein Micro-Markt-Timing halten wir für schwierig, denn für solche Strategien sind wir weder richtig aufgestellt, noch ist es unser Auftrag als Rundfunkanstalt, schlauer als der Markt zu sein.

**Thomas Nitschke:** Ich kann dieses Herangehen nur unterstützen. Ein Großteil der Performance wird über die SAA erwirtschaftet. Daher raten wir langfristigen Anlegern, die SAA nicht zu stark durch taktische Entscheidungen zu überschreiben. Für die Extremszenarien ist ein Risiko-Overlay eine gute Ergänzung. Dieses erlaubt es, die Ruhe zu bewahren und mit einem vorher definierten Werkzeugkasten die Krise zu meistern. In den letzten Krisen folgte an den Aktienmärkten eine schnelle Erholung, doch das ist keine Selbstverständlichkeit. Nach dem Platzen der Dotcom-Blase 2001 hat es lange gedauert, bis sich Investoren wieder in Aktien getraut haben.

## Wie passt sich die SAA den aktuellen Marktgegebenheiten an?

**Ralf Taube:** Natürlich überprüfen wir unsere Ausrichtung regelmäßig und schauen, welche Optimierungsmöglichkeiten wir haben. Wir schauen, welche Renditevorgaben wir haben, wie das aktuelle Kapitalmarktumfeld ist, ob unser Chance-Risiko-Verhältnis noch passt, welche neuen Investitionsmöglichkeiten es gibt oder welche Asset-Klasse besonders attraktiv ist. Generell hat es uns der Zinsanstieg einfacher gemacht, die Zielrenditen auch mit defensiven Anlagen zu erreichen. Gleichzeitig hat sich die Zielrendite erhöht. Insgesamt sehe ich zuversichtlich in die Zukunft, dass wir unsere gesteckten Ziele erreichen.

**Thomas Nitschke:** Wir sehen das ganz ähnlich. Es ist eine Weisheit, dass mehr Geld verloren wurde, weil man nicht am Kapitalmarkt investiert war, als Geld am Kapitalmarkt verloren wurde. Deshalb sehen wir optimistisch nach vorn. Es tut sich aktuell einiges auf der illiquiden Seite. Hier kommen neue Asset-Klassen auch bei deutschen Pensionsinvestoren an, wie zum Beispiel Private Debt, die interessant sind. Gleichzeitig reduzieren viele Investoren die Anzahl der Mitarbeitenden in der Kapitalmarkt-Abteilung. Sie fragen sich, welche Funktionen sie an einen Asset Manager auslagern können und welche Entscheidungen sie selbst direkt treffen sollten. ●