

# Mit ausgeklügelten Diversifikationsstrategien wider das Private-Equity-Menetekel

Die BVK debütiert als Investor in Private Equity. Als Berater fungierte FHP. Man entschied sich für eine innovative Mikroallokation und wählte als Vehikel zur Überraschung von Beobachtern Dachfonds aus. Ein wichtiger Aspekt ist für die Kammer das Thema Nachhaltigkeit.

Von Patrick Eisele

Max Frischs Romanfigur Homo Faber brachten im Laufe der Erzählung verschiedene, unerwartete Ereignisse zur Erkenntnis, dass seine technische Weltsicht für die Erfassung der Wirklichkeit nicht ausreichend ist. Eine ähnliche Erkenntnis mag die für ihre quantitative Vorgehensweise bekannte Bayerische Versorgungskammer (BVK) bei ihrem Projekt Private Equity ereilt haben. In dieser Asset-Klasse sind stochastische Szenarien und Monte-Carlo-Simulationen nicht zielführend, Risikokennzahlen sind unbekannt. Aussagekräftiger sind vielmehr qualitative Daten wie Netzwerke, Teams und Zugänge zu Top-Anbietern. Orientierte man sich in München deshalb nun mehr an der (Private-Equity-)Mythik statt an der Mathematik? Während der Ingenieur Faber an seiner Weltsicht scheitert, glückt jedoch im Münchner Arabellapark eine Mischung aus qualitativer und quantitativer Analyse.

Die Entscheidung pro Private Equity fiel Ende 2005. Damals beschloss die Versorgungskammer, langfristig zwei Prozent, das heißt 900 Millionen Euro und in einem ersten Umsetzungsschritt 350 Millionen Euro, auch in nicht an der Börse gelistete Unternehmen zu investieren. Nachdem die BVK Hedgefonds erfolgreich in die Kapitalanlage implementiert hatte, waren Anfang dieses Jahres die nötigen Kapazitäten vorhanden, um mit Private Equity

starten zu können. Mittlerweile sind die Strukturen für das Private-Equity-Engagement aufgestellt und die Commitments erteilt worden.

Dem Stil des Hauses entsprechend wurde diese Entscheidung auf der Grundlage der Ergebnisse eines Anlageoptimierungsmodells gefällt, das in der vergangenen strategischen Kapitalanlageplanung eine Allokation in Private Equity empfahl.

Gefüttert wurde der Optimierer dabei mit sehr konservativen Daten. Kalkuliert wurde mit einer Private-Equity-Rendite von acht Prozent, einer Volatilität von 25 Prozent und einer Korrelation zu Aktien von 0,7. „Wenn wir bei den Optimierungen mit solch konser-

vativen Größen agieren und sich trotzdem eine substanzielle Beimischung ergibt, ist das für uns ein Indiz dafür, dass unsere Vorgehensweise richtig ist“, erklärt BVK-Vorstand Daniel Just.

Wer die Wirtschaftspresse regelmäßig studiert, wird vordergründig sagen, dass die BVK beim Timing ihres Private-Equity-Debüts sich nicht die allerbeste Zeit ausgesucht hat. Unisono werden die Renditeschätzungen nach unten korrigiert. Unter Experten gilt es als ausgemacht, dass der Goldrausch vorbei ist. Die Volumina der Commitments und der Übernahmen haben schwindende Höhen erreicht, Zinserhöhungen und die Turbulenzen auf dem Kreditmarkt trocknen den Markt für risiko-

## Update Hedgefonds-Allokation der BVK

Bei alternativen Investments ist die BVK ein Newcomer – holt aber schnell auf. 2005 startete die Kammer, unterstützt von Alpha Portfolio Advisors, mit 150 Millionen Euro in drei Dach-Hedgefonds. Heute hat die BVK schon fast fünf Prozent ihrer knapp 40 Milliarden Euro in Hedgefonds investiert. Mandatiert sind mittlerweile sechs Multi-Strategy-Dachfonds. Dazu nutzt die BVK Hedgefonds, um in Rohstoffe und Währungen zu investieren. Insgesamt ist die BVK indirekt in 450 Single-Fonds investiert.

„Mit dieser Asset-Klasse sind wir sehr zufrieden. Im ersten Halbjahr haben wir etwas über sieben Prozent Performance erzielt“, sagt Just. In den Optimierungsmodellen kalkuliert die BVK mit lediglich fünf Prozent. Für Zufriedenheit sorgt aber nicht nur die Rendite, sondern auch das Risikomanagement. Trotz der 450 Single-Fonds, in die die BVK indirekt investiert ist, hat man bisher keinerlei Problemfälle, weder im Subprime-Segment noch anderweitig, eingekauft. Dies bestätigt die BVK aber auch darin, aus Risikogesichtspunkten in Alternatives nur via Dachfonds zu investieren.

pe

reiches Fremdkapital aus, das Phänomenen der Retail-Fonds oder die Börsengänge der großen Anbieter: All diese Ereignisse lassen sich als Menetekel für die Branche deuten. Noch sind die großen Anbieter auch den Beweis schuldig geblieben, dass sich mit Mega-Buyouts Gewinne erzielen lassen. Bei näherer Betrachtung kann sich dieses Timing aber gerade als goldrichtig erweisen. Denn wenn der Markt durch die aktuelle Lage deutlich nach unten korrigiert, ist die BVK mit ihren Commitments gerade zur rechten Zeit gut aufgestellt und könnte in Zukunft günstig einkaufen.

### Breite Streuung von Jahrgängen und Segmenten

Auch ohne Glaskugel ist klar, dass es wie bei Aktien auch bei Private Equity zu Ups und Downs kommt, die notwendige strategische Betrachtung es aber gebietet, die schlechten Zeiten



Ein baldiger Markteinbruch wäre für André Heimrich eine Chance.

durchzustehen und die guten mitzunehmen. Auch sollten Investoren, die einen Einbruch nicht verkraften, dieser Asset-Klasse besser gleich fernbleiben. Ganz so fatalistisch ging die BVK ihre ersten Commitments aber nicht an. Die erste Maßnahme, um nicht mitten in den drohenden Abschwung hinein zu investieren: Die BVK öffnet sich in ihrem ersten Private-Equity-Programm mit den Jahren 2005 bis 2010 überdurchschnittlich viele Vintage-Fenster.

„2005 sind wir gerade noch reinge-rutscht. So sparen wir uns drei Jahre“, freut sich Just. Maßnahme zwei: Die BVK nutzt die Vorteile der Diversifikation nicht nur, was die Dotierung der Investitionsjahre betrifft, sondern auch bezüglich der Allokation der Private-Equity-Subsegmente. „In unserem Programm haben wir Segmente übergewichtet, die bislang von Investoren eher vernachlässigt wurden. Untergewichtet haben wir dagegen Teilmärkte, die heißgelaufen sind“, beschreibt Just die Allokation. „Das ist unsere Art, Timing zu betreiben.“

Ein präziseres Timing fällt auch schwer. Dies zeigt sich schon daran, dass ein Programm zehn bis 15 Jahre läuft. Innerhalb dieses langen Zeitraums liegt für den Investor auch im Dunkeln, wann genau seine Commitments denn eigentlich abgerufen werden. Andererseits ist André Heimrich, stellvertretender Bereichsleiter Kapitalanlage bei der BVK, auch nicht bange davor, dass der Markt in den nächsten zwei Jahren einbrechen könnte: „Wir wären noch nicht voll investiert, dafür aber gut aufgestellt, um den Kapitalabfluss für günstige Einkäufe nutzen zu können. In fünf bis sechs Jahren käme uns ein Platzen der Blase aber recht ungelegen, weil wir dann schon größtenteils investiert wären.“ Diese Zahlenbeispiele sind ebenfalls ein Beleg für die Schwierigkeit, bei Private-Equity-Anlagen ein Timing zu betreiben.

### Acht Personen für das Projekt Private Equity

Nachdem die Entscheidung gefallen war, Private Equity auf die Schiene zu setzen, bestand die erste Weichenstellung darin, sich die nötige Expertise von außen zu holen. Zwar informierte sich das Duo Just/Heimrich, das in anderen Asset-Klassen Beauty Contests auch ohne externe Begleitung durchführt, bei anderen Investoren und

suchte das Gespräch mit potenziellen Anbietern. Zudem besteht seit zweieinhalb Jahren das vierköpfige Team „Alternative Investments“ um den Leiter Anselm Wagner. Dieses Team, das noch wachsen soll, zeichnet für Hedgefonds, Rohstoffe, Währungen, High Yields, Emerging Markets und nun auch für Private Equity verantwortlich. Echte Private-Equity-Praxiserfahrung war in der BVK jedoch nicht vorhanden. Deshalb galt es, einen mit der Materie vertrauten Consultant einzukaufen.



Keine Standardallokation: Daniel Just investiert ein Drittel in Venture Capital.

Die Wahl fiel auf Fleischhauer, Hoyer & Partner (FHP), Private Equity Consultants. Ausschlaggebend war, dass der Münchner Berater schon seit über zehn Jahren voll auf Private Equity spezialisiert und vollkommen unabhängig ist sowie mit der Raiffeisen-Bankengruppe, Commerzbank, Union Investment oder Sparkassen namhafte Referenzadressen vorweisen kann. Pluspunkte bei der BVK konnte FHP, das auch für seine Marktstudien bekannt ist, mit seiner quantitativ-analytischen Vorgehensweise sammeln. „Wenn man bedenkt, wie komplex und teilweise auch intransparent Private Equity ist, ist dieses Projekt wirklich glatt durchgelaufen. Das spricht für die gute Begleitung“, zeigt sich Just mit der Wahl von FHP noch im Nachhinein sehr zufrieden.

Über die Private-Equity-Mikroallokation bestand schon in kurzer Zeit Konsens. „Die Analyse der einzelnen

Segmente hat uns schnell weg von der üblichen Standardallokation – 80 Prozent Buyouts und dazu etwas Venture Capital – gebracht“, sagt Uwe Fleischhauer. Um Markt-Timing zu betreiben, wurden die 350 Millionen Euro stattdessen relativ viel in kleinere Buyouts und in Venture Capital committet. Kleinere und mittlere Buyouts – mit Schwerpunkt Europa – nehmen deutlich über die Hälfte im gesamten Buyout-Segment ein, Venture Capital kommt insgesamt auf immerhin 30 Prozent. Dazu erfolgte eine Beimischung von Mezzanine.

Mit einer Investitionshöhe von etwa 50 Millionen in europäisches Venture Capital zählt die BVK zu den größten Investoren in diesem Segment, das durch das Neuer-Markt-Debakel für Investoren noch bis vor kurzem als No-Go-Area galt. Insbesondere die harte Auslese unter den Anbietern und die vergleichsweise günstigen Bewertungen haben unter Investoren für Vertrauen gesorgt. Relativ niedrig sind wegen des hohen Leverages Large Buyouts gewichtet. Das junge, mit hohen Renditen lockende Segment „Emerging Markets“ hat die BVK noch nicht berücksichtigt. Ebenfalls außen vor bleibt zum jetzigen Zeitpunkt ein dezidiertes Secondary-Mandat. „Nach unserer Ansicht zahlt der Markt für Secondaries aktuell mehr als den Fair Value. Bei den ausgewählten Fonds ist aber nicht ausgeschlossen, dass diese opportunistisch in Secondaries investieren“, sagt Heimrich.

## BVK begründet die J-Curve per Vintage-Streuung

Dem J-Curve-Phänomen versucht die BVK also weniger über Secondaries beizukommen. Zur Begründung der J-Curve dienen vielmehr die Mezzanine-Quote und die Commitments in ältere Vintage-Jahre. Zusätzlich werden die Commitments sofort in festverzins-

### Small is beautiful

|                         |      |
|-------------------------|------|
| Large Buyouts:          | 15 % |
| Small- und Mid-Buyouts: | 45 % |
| Venture Capital Europa: | 15 % |
| Venture Capital USA:    | 15 % |
| Mezzanine:              | 10 % |

Quelle: BVK  
© portfolio institutionell

liche Wertpapiere investiert. „Es ist möglich, dass unsere Zusagen erst in vier Jahren abgerufen werden. Bis dahin generieren wir schon sichere Erträge, die dazu führen, dass der J-Curve-Effekt kaum auftritt“, erklärt Heimrich. Schnelle Erträge sind auch mit Direktinvestitionen erzielbar. Die Möglichkeit, mit den Fonds direkt in ausgesuchte

Unternehmen zu investieren, hält die BVK aber bewusst klein. „In den einzelnen Programmen finden sich Quoten von null bis zehn Prozent. Wären Direktinvestitionen in einem größeren Rahmen vorgesehen, hätte sich das Risikoprofil verändert“, so Fleischhauer.

Ausgewählt hat die BVK für die einzelnen Segmente nur Spezialisten – nämlich sieben Dachfonds. Dies, obwohl Fund-of-Funds generell lediglich für kleine Investoren und risikoreiche Segmente als das passende Vehikel gelten. Speziell bei Private Equity gelten Dachfonds zudem wegen des Front-Loading-Effekts als besonders teuer. Zu diesem Effekt kommt es dadurch, dass den fixen Gebühren zu Beginn der Laufzeit keine Gewinne gegenüberstehen. So kommt die Internal Rate of

## Die Dachfonds-Argumente der BVK

**André Heimrich:** „Durch die Dachfonds erhalten wir eine breite Diversifikation in fast 200 Single-Fonds. Mit dieser breiten Streuung fühlen wir uns sehr wohl. Um direkt in 200 Fonds investieren zu können, bräuchten wir für Screening, Due Diligence, Betreuung, Reporting und für die Buchhaltung, die die Geldabrufe von 200 Fonds administrieren müsste, viel mehr Personal. Über Fund-of-Funds haben wir auch sofort Zugang zum Top Quartil. Dies ist gerade bei Venture Capital wichtig.“

Dachfonds helfen unserem Team, auch an Erfahrung zu gewinnen. Teammitglieder bekommen Sitze in Advisory-Boards und besuchen gemeinsam mit den Dachfonds verschiedene Single-Fonds. Für die Zukunft schließen wir Investments in Zielfonds nicht aus.“

**Daniel Just:** „Private-Equity-Manager müssen gut verdienen, damit sie die benötigten Mitarbeiter auch bezahlen können. Insgesamt sind bei Dachfonds die Kosten für die Manager deutlich niedriger. Deutlich höher sind dafür die Erfolgsaussichten.“

Wenn man bedenkt, dass in erster Linie die Asset Allocation für den Anlageerfolg entscheidend ist, ist es auch sinnvoll, sich stärker auf diesen Teil zu konzentrieren. Ich bin mir sicher, dass es bei Versicherungen und Pensionsfonds in den komplexeren Asset-Klassen zu einem Trend hin zu Dachfonds kommt. Die Spezialisierung macht diesen Trend einfach notwendig. Man muss eben wissen, was man kann.“

**Uwe Fleischhauer:** „Dachfonds sind ein typisches Einstiegsvehikel. Mit diesem rückt der Anleger auf der Lernkurve vor, und man kann dann auch einmal in Single-Fonds gehen.“

Bei den Kosten haben wir in der Due Diligence die Erfahrung gemacht, dass in den Gebührenstrukturen signifikante Unterschiede bestehen. Einige Fonds liegen unter der üblichen fixen Fee von einem Prozent. Andere zeichnen sich durch eine innovative, investorenfreundliche Gebührenstruktur aus, indem sie in den ersten drei Jahren mit einer Staffelung arbeiten, bei der erst im dritten Jahr die Ein-Prozent-Marke erreicht ist. Das ist ein Trend, der aus den angelsächsischen Ländern kommt.“

pe

Return (IRR), die die Anfangsjahre höher gewichtet, unter Druck.

Ausschlaggebend für Fund-of-Funds war für die BVK, dass die mit Dachfonds erreichbare hohe Diversifikation mangels Ressourcen nicht über Single-Fonds hätte erzielt werden können. Zudem hat es ein Newcomer schwer, den für den Anlageerfolg entscheidenden Zugang zu den Fonds des Top Quartils zu finden.

## Die Managerselektion: In vier Schritten zum Ziel

Die Managerselektion war die Hauptaufgabe von Uwe Fleischhauer und Götz Hoyer, die bei FHP für das Projekt verantwortlich zeichneten. Der Weg führte von einem Universum von 150 potenziellen Adressen zu sieben Dachfondsmanagern und insgesamt elf Programmen. Die Managerselektion im Einzelnen:

### 1. Schritt: Die Suche nach Standard-Dachfondsprogrammen

Ausgesiebt wurden als Erstes Fonds, denen es an Erfahrung, Größe und Standard-Dachfondsprogrammen mangelte. „Wir wollten keinen Advisor oder Managed Accounts. Wir suchten Standard-Dachfondsprogramme, die schon eine gewisse Kontinuität aufweisen“, so Fleischhauer. Managed Accounts sind Lösungen für größere Investoren, die sehr eng in die Investitionsprozesse eines Anbieters eingebunden werden. Der Lernprozess ist für den Investor so besonders intensiv. „Bei einem Managed Account ist man von einem Partner abhängig. Zudem fiel die Vintage-Streuung viel geringer aus“, erklärt Fleischhauer. Einen Managed Account zu wählen, hätte auch bedeutet, sich in einen Blind Pool einzukaufen. „Die Standardprogramme, die wir gezeichnet haben, sind dagegen schon zu Teilen investiert beziehungsweise committed oder

haben zumindest schon die Zielfonds ausgewählt“, ergänzt Heimrich, der auch befürchtet, dass solche Individualthemen beim Manager zu Interessenskonflikten bei der Zuteilung der Single-Fonds-Anteile führen. Nach dieser Vorauswahl sind von den 150 Anbietern 70 übrig geblieben.

### 2. Schritt: Fragebogen I klopft fünf Kriterien ab

Der geschrumpfte Kandidatenkreis wurde mit einem Fragebogen konfrontiert, der an das FHP-Rating-Modell angelehnt ist. Abgeklopft wurden folgende fünf Kriterien: Management: Erfahrung/Team/Ressourcen, Track Record inklusive Zugang zu Top-Fonds, Gebührenstruktur, Prozesse und das Thema Entwicklung und Strategie. Letzteres ist BVK-spezifisch. Geprüft wird, ob das Management zur von BVK und FHP vorgesehenen Strategie passt.

Dass auch Private-Equity-Häuser anhand von Fragebögen beurteilt werden, ist für die Anbieter nichts Neues. „Die Dachfonds haben sogar schon

RFP-Teams, so dass man aufpassen muss, dass es nicht nur zu einem Copy & Past kommt“, so Fleischhauer, der deshalb einen individuellen Fragebogen erstellte. Hilfreich sind die Fragebögen für die BVK aber nicht nur zur quantitativen und in dieser Asset-Klasse vor allem für die qualitative Beurteilung, sondern auch für die Dokumentation gegenüber den eigenen Gremien.

### 3. Schritt: Antrittsbesuch bei der BVK und Fragebogen II

Diesen Fragebogen „überlebten“ 18 Dachfonds, die man zu einer Erstpräsentation und zum persönlichen Kennenlernen nach München einlud. Angereist sind immer die Senior-Partner. Auch in Zeiten, in denen das Fundraising leicht fällt, sind Anbieter auf interessante Kunden offenbar besonders erpicht.

Parallel zum Besuch bei der Kammer erhob FHP Fragebogen Nummer zwei, der im Detaillierungsgrad noch mehr in die Tiefe ging. Nach dieser Selektionsstufe waren nur noch acht.

## Ein separates FCP ist die adäquate Lösung

Mit der Novelle des Investmentgesetzes ist in als „Sonstige Sondervermögen“ ausgestatteten Spezialfonds die Administration auch von Private Equity erlaubt. Voraussetzung: Der Verkehrswert der Beteiligung muss ermittelbar sein. Die BVK vertraut aber lieber den in Luxemburg ansässigen Spezialisten und ihren guten Erfahrungen mit ihrem Luxemburger Hedgefonds-Spezialfonds. „Ein FCP ist für uns die sicherste und flexibelste Lösung“, sagt Heimrich. Die Partner sind die gleichen: die Luxemburger Tochtergesellschaften des Global Custodian BNP Paribas und der Master-KAG Universal-Investment. Andere Investoren wie AMB Generali und die Versorgungswerke der Ärzte Westfalen-Lippe und der Wirtschaftsprüfer sind diesen Weg bereits ebenfalls gegangen.

Vorsehen mit einer Vorschaltgesellschaft, um nicht steuerlich infiziert zu werden, ist der FCP bereits aufgelegt. Die Anteile in den Hedgefonds-FCP einzubringen, um die J-Curve zu glätten, kam für die BVK nicht in Frage. „Es verbietet sich, zwei völlig unterschiedliche Themen zu vermischen. Außerdem könnten wir die unterschiedlichen Bedürfnisse unserer zwölf Versorgungswerke nicht mehr so gezielt bedienen und steuern“, erklärt Heimrich. Die Gedankenspiele der BVK sehen sogar noch eine weitere Separierung vor. Für das Ende 2008, Anfang 2009 anstehende zweite Programm macht ein neuer Fonds Sinn, um der jeweiligen Dynamik der einzelnen Versorgungswerke gerecht zu werden. Ansonsten müssten sich die Anteilseigner immer im gleichen Verhältnis beteiligen. *pe*

#### 4. Schritt: Der Gegenbesuch nebst Case-Studies

Es folgte der Gegenbesuch. Just, Heimrich, das BVK-Team „Alternative Investments“, Fleischhauer und Hoyer machten jeweils einen Tag lang den europäischen und amerikanischen Adressen ihre Aufwartung. „Für uns alle war es sehr hilfreich, in so kurzer Reihenfolge die teilweise sehr unterschiedlichen Philosophien und Ansätze der verschiedenen Manager zu sehen“, sagt Heimrich. Diesen Aufwand zu betreiben ist ratsam, denn bei Private Equity findet Risikomanagement primär bei der Managerselektion statt. Live begutachtet wurden deshalb auch die Risikomanagementsysteme. Vor allem ist Private Equity aber ein People-Business. Die Delegation lotete deshalb auch die Motivations- und Vergütungssysteme aus und versuchte, sich ein Bild von der Stimmung im Team zu machen. Sicherheitshalber vereinbarte man Key-Man-Clauses.

Deutlich wurde der BVK gerade bei den Vor-Ort-Besuchen auch der Unterschied zur Hedgefonds-Branche. Im damaligen Search konnten sich BVK und Alpha statistisch austoben, die Fragestellungen bei Private Equity waren dagegen eher qualitativer Natur. Diese Unterschiede spiegeln sich auch in den Datenbanken, die man vor Ort inspizierte. Während man bei Hedgefonds eine durchgehend sehr weit entwickelte EDV-Infrastruktur vorfand, stieß man bei einem Private-Equity-Anbieter noch auf handgeschriebene Archive.

Besonders aufschlussreich war für die Delegation, dass man zusammen anhand von vertraulichen Case-Studies durchdeklinierte, warum der Anbieter sich zu einem Investment in einen bestimmten Fonds entschlossen hatte. Detailliert ließen sich BVK und FHP beispielsweise erklären, wie die Referenzgespräche ablaufen und welche Themen für den Dachfonds rele-

vant sind. An dieser Stelle bricht Just eine Lanze für die Branche: „Als Treuhänder für unsere Kunden ist Transparenz für uns eine Grundnotwendigkeit. Obwohl diese Branche oft für ihren nebulösen Charakter kritisiert wird, erhielten wir in allen von uns besuchten Häusern volle Transparenz.“

Ausreichende Transparenz wird auch bei den eigenen Commitments bestehen. Als Investor erhält die BVK die Namen der Zielfonds und auf Anfrage auch die Targets; dazu vierteljährlich ein Reporting. Dieses wird aggregiert, um Überschneidungen festzustellen. Intern wird noch gemeinsam mit BNP Paribas – die Bank zeichnet als Global Custodian bereits für das BVK-Gesamt-



Uwe Fleischhauer siebte aus 150 Kandidaten sieben FoF-Manager aus.

Reporting verantwortlich – an einem eigenen Private-Equity-Reporting gebastelt. BNP Paribas betritt an dieser Stelle auch Neuland. Mangels Risikokennzahlen dürfte dieses Reporting vor allem Performance-Zahlen, Analysen und Ratios wie der „Distributed-Value-To-Paid-In“ oder die Assets under Management pro Mitarbeiter enthalten.

#### ■ Nachhaltigkeit ist auch bei Private Equity ein Thema

Berücksichtigt hat man im Selektionsprozess auch die Bedenken der Berufsstandsvertreter in den zwölf Versorgungswerken unter dem Dach der BVK. Mancher Gewerkschaftler mag ob der Entscheidung pro Private Equity vor

dem Hintergrund der Heuschrecken-debatte erst einmal pikiert die Nase gerümpft haben. Daniel Just hat sich deshalb bereits im Vorfeld in den Gremien „intensiv um das Thema Ethik gekümmert“, um ethisch-moralische Bedenken zu zerstreuen. Im Auswahlprozess beachtete die Kammer deshalb auch, inwieweit beim Manager soziale und ethische Überzeugungen bestehen. Intensiv überprüft wurden diese bei den Vor-Ort-Besuchen. „Dem Vorstand und unseren Kunden war es sehr wichtig, dass die BVK kein Geld mit Fonds verdient, die in der Vergangenheit mit dem Abbau von Arbeitsplätzen oder dem Filetieren von gesunden Unternehmen negativ aufgefallen sind“, sagt Just. Die Kammer möchte kein Geld verdienen mit Fonds, die ihren Targets erst einmal eine hohe Fremdkapitallast aufbürden und sich großzügige Dividenden genehmigen.

Ein Stück weit ist die BVK hier schon durch ihre Mikroallokation auf der sicheren Seite. Venture Capital arbeitet gänzlich ohne Fremdkapital. „Dachfonds mit Ausrichtung auf kleinere Buyouts investieren nur in Fonds, bei denen die Wertsteigerung im Vordergrund steht. Fremdkapital wird dabei nur sehr konservativ eingesetzt“, sagt Fleischhauer. „Bei anderen ausgewählten Fund-of-Funds ist das Thema SRI (Social Responsible Investing) dagegen ein wichtiger Bestandteil in der Due Diligence der Zielfonds.“

Am Ende machten sieben Dachfonds, darunter auch ein deutsches Haus, mit insgesamt elf Programmen das Rennen. Für jedes der Segmente wählte die BVK spezialisierte Dachfonds aus.

Ihre steile Lernkurve wird die BVK in den kommenden Monaten noch weiter ausbauen. Die Erfahrungen kommen der Kammer nicht zuletzt Ende 2008/Anfang 2009 zugute. Dann steht nämlich das zweite Private-Equity-Programm auf der Agenda.