

Thomas Hallinger

## Continuation Vehicles im Small- und Mid-Market: Was über den Erfolg entscheidet

Die Diskussion über General-Partners-led (GP-led) Secondaries hat sich in den vergangenen Jahren deutlich verändert. Continuation Vehicles wurden zunächst häufig als Reaktion auf schwächere Exit-Märkte betrachtet. Inzwischen haben sie sich als eigenständige Lösung und fester Bestandteil der Portfoliosteuerung etabliert. Sie ermöglichen es, erfolgreiche Unternehmen über eine weitere Wertschöpfungsphase hinweg zu begleiten, bestehenden Investoren die Wahl zwischen Liquidität und einer Fortführung ihres Engagements zu geben und zugleich neues Wachstumskapital bereitzustellen.

Mit ihrer wachsenden Bedeutung steigen zugleich die Anforderungen an Analyse und Strukturierung. Die entscheidenden Fragen reichen heute weit über Bewertung und Transaktionsmechanik hinaus: Welche Wertschöpfung soll in einer weiteren Eigentümerphase entstehen? Wie müssen Governance und Anreizsysteme ausgestaltet sein? Und unter welchen Voraussetzungen kann ein Continuation Vehicle für die unterschiedlichen Beteiligten nachhaltigen Mehrwert schaffen?

Besonders deutlich wird dies im europäischen Small- und Mid-Market. Während Prozesse, Datenräume und Governance-Strukturen bei größeren Transaktionen tendenziell stärker standardisiert sind, werden Continuation Vehicles im kleineren Marktsegment häufiger individuell auf Sponsor, Unternehmen und Transaktionssituation zugeschnitten. Der damit verbundene höhere Analyse- und Strukturierungsaufwand kann Markteffizienzen schaffen, die spezialisierten In-

vestoren attraktive Investitionschancen eröffnen.

Ob ein Continuation Vehicle erfolgreich ist, entscheidet sich nicht allein anhand der Bewertung und der Transaktionsstruktur. Investoren müssen vielmehr verstehen, welche Entwicklung dem Unternehmen noch bevorsteht, ob Sponsor und Management diese umsetzen können und ob Governance und Anreize darauf ausgerichtet sind. Im Small- und Mid-Market kommt einem eigenständigen Underwriting daher besondere Bedeutung zu. In der Praxis haben sich sieben Fragestellungen als besonders relevant erwiesen.

**Steht hinter dem Continuation Vehicle eine überzeugende Transaktionsrationale?** Jede Transaktion beginnt mit der Frage: Warum ist ein Continuation Vehicle in dieser Situation die beste Lösung? Dafür gibt es mehrere nachvollziehbare Gründe. Ein Unternehmen kann sich an einem Punkt befinden, an dem eine weitere Wertschöpfungsphase erhebliches Potenzial verspricht, bestehende Investoren aber gleichzeitig Liquidität wünschen. Ebenso kann zusätzliches Kapital erforderlich sein, um einen klar definierten Businessplan umzusetzen oder eine strategische Weiterentwicklung zu finanzieren.

Ausschlaggebend ist jedoch, dass hinter der Transaktion eine klare strategische und wirtschaftliche Rationale steht. Ein Continuation Vehicle sollte nicht lediglich dazu dienen, einen Exit aufzuschieben. Vielmehr muss nachvollziehbar sein, welche zusätzliche Wertschöpfung in einer weiteren Eigentümerphase er-

reicht werden kann, durch welche konkreten Maßnahmen sie entstehen soll und weshalb das Unternehmen beim bisherigen Sponsor dafür gut aufgehoben ist.

Für Investoren bildet diese Transaktionsrationale den Ausgangspunkt des gesamten Underwritings. Sie beeinflusst nicht nur die Bewertung des Unternehmens, sondern auch die Ausgestaltung von Governance, Interessenkongruenz und Finanzierung. Fehlt eine belastbare Transaktionsrationale, lassen sich Schwächen in Bewertung, Governance oder Interessenausrichtung kaum kompensieren.

**Ist der Sponsor organisatorisch auf die nächste Entwicklungsphase vorbereitet?**

Bei der Beurteilung eines Continuation Vehicles richtet sich der Blick zunächst auf das Portfoliounternehmen. Mindestens ebenso wichtig ist jedoch die Frage, ob auch der Sponsor die Voraussetzungen für eine weitere Eigentümerphase mitbringt.

Im Small- und Mid-Market kann ein Continuation Vehicle im Verhältnis zur bestehenden Fondsplattform erhebliches Gewicht gewinnen. Dies gilt insbesondere, wenn ein besonders erfolgreiches Unternehmen in das neue Vehikel überführt wird. Das ist nicht zwangsläufig problematisch – im Gegenteil: Ein hoher Fokus auf das Unternehmen kann die Umsetzung des Wertschöpfungsplans unterstützen. Gleichzeitig wachsen jedoch die Anforderungen an Organisation, Governance und Ressourcen.

Das Underwriting muss sich deshalb auch auf die Plattform des Sponsors erstrecken.

Verfügt die Plattform über ausreichende personelle Kapazitäten? Sind Entscheidungs- und Eskalationsprozesse belastbar? Stimmen Ressourcenallokation, Reporting-Strukturen und Anreizsysteme mit der Bedeutung des Assets überein?

Letztlich stellt sich dieselbe Frage wie beim Unternehmen selbst: Ist der Sponsor organisatorisch und personell darauf vorbereitet, die nächste Entwicklungsphase professionell zu begleiten? Ein überzeugender Businessplan setzt voraus, dass die dafür erforderlichen Ressourcen, Entscheidungsprozesse und Kompetenzen vorhanden sind.

**Würde ich heute erneut in dieses Unternehmen investieren?** Der historische Erfolg eines Unternehmens ist einer der größten Vorteile eines Continuation Vehicles und zugleich eine der größten Herausforderungen für Investoren.

Viele GP-led Secondaries betreffen Unternehmen, die bereits über Jahre hin-

torische Entwicklung liefert dabei wertvolle Erkenntnisse, ersetzt jedoch keine eigenständige Investmententscheidung.

Im Small- und Mid-Market kommt dieser unabhängigen Prüfung besondere Bedeutung zu.

Da Datenräume und Prozesse im Small- und Mid-Market häufig weniger standardisiert sind, müssen Investoren Informationslücken konsequent identifizieren und schließen. Die Qualität des Underwritings entscheidet damit nicht nur über die Bewertung des Unternehmens, sondern auch über die Belastbarkeit der gesamten Investmentthese.

**Sind die Interessen aller Beteiligten nach dem Reset wirklich neu ausgerichtet?**

Continuation Vehicles setzen Eigentümerstruktur, Kapitalbasis und Anreizsysteme bewusst neu auf. Damit stellt sich zwangsläufig die Frage, ob die Interessenkongruenz zwischen Sponsor, Management sowie bestehenden und neuen

---

### „Kontinuität ist ein wichtiger Erfolgsfaktor.“

---

weg erfolgreich entwickelt wurden. Gerade dieser Erfolg kann den Blick auf die eigentliche Investmententscheidung verstellen. Professionelle Investoren sollten deshalb jedes Continuation Vehicle so analysieren, als handele es sich um ein vollständig neues Investment. Nicht die bisherige Wertentwicklung steht im Mittelpunkt, sondern die Frage, ob das Unternehmen heute – auf Basis seines Geschäftsmodells, seines Marktumfelds und seines Businessplans – erneut überzeugen würde.

Dazu gehört eine vollständige Neubewertung des Investments. Neben einer kommerziellen und finanziellen Due Diligence umfasst dies unter anderem die Validierung von Markt- und Wachstumsannahmen, die Analyse der Ergebnisqualität, die Beurteilung des Cashflow-Profiles sowie Gespräche mit Branchenexperten, Kunden und weiteren Marktteilnehmern. Die his-

Investoren auch für die nächste Eigentümerphase gewährleistet ist.

Ein funktionierendes Alignment geht dabei weit über den Umfang eines Kapital-Rollovers hinaus.

Entscheidend ist, dass Sponsor und Management weiterhin substanziell am wirtschaftlichen Erfolg beteiligt sind und ihre Anreize mit den Zielen des neuen Businessplans übereinstimmen.

Ebenso sollten Investoren die wirtschaftlichen Auswirkungen der Transaktion auf Ebene des bestehenden Fonds verstehen. Dass die Transaktion auf Ebene des bestehenden Fonds Wertsteigerungen oder Carried Interest realisiert, ist für sich genommen nicht kritisch. Entscheidend sind Transparenz und ein weiterhin substanzielles wirtschaftliches Engagement im neuen Vehikel.



Foto: Golding Capital Partners

**Thomas Hallinger**

Managing Director Secondaries, Golding Capital Partners GmbH, München

Continuation Vehicles haben sich vom Notbehelf schwacher Exit-Märkte mittlerweile längst zu einem eigenständigen Instrument der Portfoliosteuerung entwickelt. Sie ermöglichen es, erfolgreiche Unternehmen über eine weitere Wertschöpfungsphase zu begleiten, bestehenden Investoren Liquidität oder Kontinuität zu bieten und neues Wachstumskapital bereitzustellen. Mit der wachsenden Verbreitung dieser Instrumente steigen jedoch auch die Anforderungen an Analyse und Strukturierung – besonders im europäischen Small- und Mid-Market, wo Prozesse und Governance-Strukturen weniger standardisiert sind als in größeren Transaktionen. Der Beitrag identifiziert sieben Fragestellungen, die für ein belastbares Underwriting entscheidend sind: von der strategischen Transaktionsrationale über die organisatorische Aufstellung des Sponsors und die Unabhängigkeit der Investmentprüfung bis hin zu Interessenkongruenz, Governance, Managementkontinuität und Transaktionsstruktur. Die zentrale Erkenntnis: Gerade die geringere Standardisierung dieses Marktsegments schafft für spezialisierte Investoren mit der Fähigkeit zur eigenständigen Analyse einen nachhaltigen Wettbewerbsvorteil. (Red.)

Gerade im Small- und Mid-Market, wo einzelne Unternehmen häufig eine größere Bedeutung für den Fondsmanager haben, gewinnt diese sorgfältige Abstimmung der Interessen zusätzlich an Bedeutung. Ein überzeugendes Alignment

schaft Vertrauen und bildet die Grundlage für eine erfolgreiche Umsetzung des Wertschöpfungsplans in der nächsten Eigentümerphase.

### Sind Verantwortlichkeiten und Entscheidungsstrukturen eindeutig geregelt?

Continuation Vehicles bringen häufig unterschiedliche Investorengruppen und Eigentümerstrukturen zusammen. Zusätzliche Komplexität entsteht insbesondere dann, wenn neben bestehenden und neuen Investoren mehrere Eigentümer mit unterschiedlichen Rollen zusammenkommen, etwa ein neuer kontrollierender Eigentümer und ein reinvestierender bisheriger Sponsor. Diese Konstellationen eröffnen zusätzliche Gestaltungsmöglichkeiten, stellen jedoch zugleich höhere Anforderungen an Governance und Entscheidungsstrukturen.

Maßgeblich ist deshalb weniger die konkrete Eigentümerstruktur als die Klarheit von Verantwortlichkeiten und Entscheidungsbefugnissen. Wer verantwortet die operative Umsetzung des Wertschöpfungsplans? Wer entscheidet über Akquisitionen, Folgeinvestitionen und zusätzliches Kapital? Welche Rechte greifen bei Planabweichungen oder unterschiedlichen Vorstellungen über Haltedauer und Exit?

Gerade im Small- und Mid-Market lassen sich solche Fragestellungen häufig nicht allein durch standardisierte Vertragswerke regeln. Unternehmensspezifische Situationen erfordern individuelle Governance-Lösungen, die den jeweiligen Wertschöpfungsplan unterstützen und gleichzeitig klare Entscheidungswege schaffen. Aus Investorensicht gilt deshalb ein einfacher Grundsatz: Gute Governance reduziert nicht die Komplexität einer Transaktion – sie macht sie beherrschbar.

### Ist das Management auch für die nächste Entwicklungsphase richtig aufgestellt?

Ein wesentliches Argument für GP-led Secondaries besteht darin, erfolgreiche Unternehmen gemeinsam mit einem bewährten Managementteam weiterzuentwickeln. Kontinuität ist dabei ein wichtiger Erfolgsfaktor. Gleichzeitig sollte sie nicht mit Unveränderlichkeit verwechselt werden.

Die Anforderungen an ein Unternehmen verändern sich im Verlauf seiner Entwicklung häufig erheblich. Mit der Erschließung neuer internationaler Märkte, ergänzenden Akquisitionen oder der weiteren Professionalisierung von Organisation und Prozessen verändern sich auch die Anforderungen an das Management. Deshalb genügt es nicht, auf den bisherigen Erfolg des Managementteams zu verweisen.

Vielmehr sollten Investoren prüfen, ob Kompetenzen, Führungsstrukturen und organisatorische Ressourcen den Anforderungen des nächsten Entwicklungsschritts gerecht werden. Häufig geht es nicht um einen Austausch des bestehenden Teams, sondern um gezielte Ergänzungen, etwa durch zusätzliche Führungskapazität, funktionale Expertise oder Erfahrung mit Internationalisierung und Integration.

Gerade im Small- und Mid-Market entsteht ein wesentlicher Teil der Wertschöpfung durch diese gezielte Weiterentwicklung. Erfolgreiche Continuation Vehicles bauen auf bewährten Managementteams auf, entwickeln diese jedoch konsequent entsprechend den Anforderungen der nächsten Unternehmensphase weiter.

### Unterstützt die Transaktionsstruktur die Umsetzung des Businessplans?

Strukturentscheidungen sollten sich daran messen lassen, ob sie ausreichend finanzielle und operative Flexibilität für die geplante Entwicklung des Unternehmens schaffen. Dazu gehören Reserven für Folgeinvestitionen, klare Entscheidungswege, angemessene Informations- und Kontrollrechte sowie eine Verschuldung, die auch bei Planabweichungen tragfähig bleibt.

Gerade im Small- und Mid-Market können Akquisitionen, internationale Expansion, Investitionen in neue Produkte oder der Ausbau organisatorischer Strukturen zusätzlichen Kapitalbedarf auslösen. Bereits bei der Aufsetzung des Continuation Vehicles sollte daher geklärt sein, wie solche Maßnahmen finanziert und beschlossen werden und welche Hand-

lungsmöglichkeiten bestehen, wenn sich die Entwicklung des Unternehmens verzögert oder zusätzliche Mittel erforderlich werden.

Eine Struktur, die primär auf maximale Kapitaleffizienz oder kurzfristig attraktive Renditekennzahlen optimiert ist, kann die strategische Handlungsfähigkeit des Unternehmens unnötig einschränken. Gleiches gilt für eine zu hohe Verschuldung, unzureichende Kapitalreserven oder Governance-Regelungen, die notwendige Entscheidungen erschweren.

Die Struktur eines Continuation Vehicles ist damit kein Selbstzweck. Gut ist sie dann, wenn sie die Umsetzung des Wertschöpfungsplans ermöglicht, die Interessen der Beteiligten angemessen ausrichtet und zugleich ausreichenden Schutz und Flexibilität bei Abweichungen vom ursprünglichen Plan bietet.

## Was den Unterschied macht

Im europäischen Small- und Mid-Market lassen sich Continuation Vehicles nur begrenzt nach standardisierten Mustern beurteilen. Unternehmen, Sponsoren und Eigentümerstrukturen unterscheiden sich zu stark, als dass Bewertung oder Transaktionsmechanik allein eine belastbare Investmententscheidung ermöglichen würden.

Entscheidend ist deshalb die Verbindung aus eigenständigem Underwriting, klarer Governance und einer glaubwürdigen Transaktionsrationale. Investoren müssen beurteilen, ob die nächste Entwicklungsphase substanziell ist, ob Sponsor und Management sie umsetzen können und ob Struktur und Anreize auch bei Planabweichungen tragen.

Die geringere Standardisierung des europäischen Small- und Mid-Markts ist damit nicht nur eine Quelle zusätzlicher Risiken. Für spezialisierte Investoren, die diese Komplexität analysieren und aktiv strukturieren können, kann sie zugleich einen nachhaltigen Wettbewerbsvorteil schaffen.