

# Es geht auch anders

Minderheitsbeteiligungen und Mezzanine als Alternative zu klassischem Private Equity



**Christian Futterlieb**  
Geschäftsführer  
bei VR Equitypartner

Schon seit einigen Jahren fasst das Schlagwort „VUCA“ (Volatility, Uncertainty, Complexity und Ambiguity) zusammen, in welch ungewissen, volatilen Zeiten wir leben. Dabei bezog sich das Schlagwort vor allem auf die Wucht der Digitalisierung, die eingeführte Geschäftsmodelle und Traditionsunternehmen in kurzer Zeit obsolet machen konnte. Doch zuletzt hat die Ungewissheit exponentiell zugenommen – Pandemie und Ukraine-Krieg haben viele Gewissheiten umgeworfen. Und auch wenn die Auswirkungen des Klimawandels und die Rückkehr der Inflation bei diesen Schlagzeilen in den Hintergrund geraten, sind sie nicht weniger relevant. Kurzum: Um das eigene Unternehmen durch diese Ungewissheiten zu führen, braucht es unternehmerischen Mut und Geschick. Und eine belastbare Finanzierungsbasis.

Auch wenn nach einer aktuellen, repräsentativen Umfrage von VR Equitypartner noch immer zu vielen Mittelständlern der Begriff „Private Equity“ nicht geläufig ist, hat sich Private Equity in den vergangenen zwei Jahrzehnten als eine wichtige Finanzierungskomponente etabliert. Wo klassische Bankenfinanzierung nicht mehr ausreichte, eröffnete die Eigenkapitalspritze wertvolle neue Finanzspielräume. Doch der Preis der meist angelsächsischen Investoren war

hoch: Der Unternehmer musste fast immer die Kontrolle über sein Haus abgeben. Der neue Mehrheitseigner brachte meist eigenes Management ins Haus, das fortan die Entscheidungen gemeinsam mit dem Finanzinvestor traf. Für den Unternehmer blieb höchstens eine weitgehend passive Minderheitsrolle oder der komplette Rückzug aus dem vormals eigenen Unternehmen. Für viele Unternehmer ist das eine rote Linie. Doch es gibt auch für Unternehmer, die sich (noch) nicht vorstellen können, das Heft des Handelns aus der Hand zu geben – oder die mittel- bis langfristig eine familieninterne Nachfolge anstreben – Lösungen: Mezzanine oder eine Minderheitsbeteiligung durch einen Finanzinvestor.

Beide Optionen haben einen doppelten Vorteil: Der Unternehmer bleibt Herr (oder im Fall der Unternehmerin: Dame) im Haus, zugleich gewinnt er frisches Kapital und muss über einen Zeitraum von sechs bis sieben Jahren nicht tilgen. Mezzanine ist als Hybrid von Eigen- und Fremdkapital besonders für Finanzierungen gedacht, die bei klassischer Fremdfinanzierung an Grenzen stoßen: Unternehmerische Investitionen wie Auslandsexpansion, Zukäufe oder eine digitale Transformation lassen nicht so einfach eine Cashflow-Rechnung zu wie die neue Halle oder

Maschine. Da die Konditionen für Mezzanine zudem mit dem richtigen Partner sehr flexibel vereinbart werden können, bleibt Spielraum für Unerwartetes. Beispielsweise muss nicht die gesamte Summe schon zu Beginn abgerufen werden; es können Zinszahlen flexibel definiert oder auch die Option zur vorzeitigen Tilgung eingeräumt werden – damit es optimal zur geplanten Investition passt, die vielleicht erst in einigen Jahren Kapitalzuflüsse erzielen wird.

Ein weiteres Plus von Mezzanine: Als nachrangige Finanzierer müssen sich Mezzanine-Geber auch in der Krise zurückhalten und dürfen laut HGB-Vorgabe nicht Katalysator einer Insolvenz werden. Wenn die Banken ihre Linie gekappt haben, bleibt der Mezzanine-Finanzierer weiter fest an Bord. Darum hängt – irrtümlich – Mezzanine auch noch immer der Ruf als „letzter Finanzierungsstrohalm“ an. Doch nicht zuletzt aus eigener Erfahrung sei dem klar widersprochen: Mezzanine ist ein ideales Finanzierungsinstrument für künftiges Wachstum.

Natürlich hat das deutlich höhere Risiko des Nachrangdarlehensgebers bei Mezzanine seinen Preis, der Zins liegt über dem für klassisches Bankenfremdkapital. Doch in der Gesamtkalkulation relativiert sich

*Mit Mezzanine können Zinszahlen flexibel definiert werden*

das rasch: Weil in vielen Fällen bei entsprechender Strukturierung Mezzanine bilanziell als Eigenkapital verbucht wird, gewinnt das Unternehmen neuen Fremdkapitalspielraum. Banken, die aufgrund eines unzureichenden Ratings oder einer zu geringen Eigenkapitalausstattung keine weiteren Kredite zur Verfügung gestellt haben, gewinnen durch frisches Mezzanine (und oft dank des durch das Mezzanine besseren Ratings) wieder Vertrauen. Gleiches gilt auch für weitere mögliche Finanzierungspartner wie beispielsweise Lieferanten mit bislang engen Zahlungszielen. Darum ist Mezzanine bereits dann sinnvoll, wenn die erwartete Rendite der Investition über ihren Gesamtfinanzierungskosten liegt. Denn wie erwähnt: Ohne Mezzanine werden viele Wachstumspläne gar nicht erst zu realisieren sein.

Für manche Unternehmer ist Mezzanine der erste Schritt Richtung Eigenkapitalgeber. Das Mezzanine hat neue Entwicklungsmöglichkeiten eröffnet, mit einer Eigenkapital-spritze würden diese noch einmal erweitert werden. Der große Vorteil: Der Finanzinvestor kann neue Impulse ins Unternehmen geben. Tatsächlich suchen immer mehr Mittelständler ganz gezielt einen Finanzinvestor als Partner, weil sie den nächsten notwendigen Entwicklungsschritt für ihr Unternehmen zwar erkannt haben, aber ihnen dazu das notwendige Know-how fehlt. 64% der Mittelstandsentscheider sagen laut VR-Equitypartner-Umfrage, dass Private Equity einen positiven Einfluss auf ihr Unternehmen hatte. Finanzinvestoren können wegen ihrer zahlreichen Erfahrungen mit anderen Portfoliounternehmen vor allem bei so strategischen Schritten wie Zukäufen, einer Optimierung von Geschäftsmodell und Produktportfolio, der digitalen Transformation und auch dem Schritt Richtung Nachhaltigkeit helfen. Denn viele Unternehmen stehen vor diesen Herausforderungen – und gerade Erfahrung aus erster Hand hilft hier, Fehler zu vermeiden. Weil aber die meisten Unternehmer (noch) nicht bereit sind, ihre Mehrheit abzugeben, bietet sich eine Minderheitsbeteiligung durch einen Finanzinvestor an.

*Für manche  
Unternehmer  
ist Mezzanine  
der erste Schritt  
Richtung  
Eigenkapital-  
geber*

Eine typische Konstellation dafür ist der Gesellschafterwechsel: Von ursprünglich drei Gründern möchte einer aussteigen; die beiden anderen Mitgründer wollen an Bord bleiben. Zugleich soll aber auch das eigene Vermögen nicht weiter allein im Unternehmen gebündelt sein – darum ist ein neuer Gesellschafter von außen herzlich willkommen. Eine andere, besonders im Mittelstand beliebte, allerdings noch immer viel zu wenig bekannte Konstellation besteht im Teilverkauf des Unternehmens. Das Charmante daran: Der Unternehmer kann einen erheblichen Teil seines Unternehmenswerts realisieren und gleichzeitig über die Reinvestition eines Teils seiner Erlöse in eine konservativ finanzierte Erwerbengesellschaft eine maßgebliche Beteiligung beibehalten. So können z.B. bei einem unverschuldeten Unternehmen 75% des Wertes realisiert werden und über die Reinvestition in eine im konservativen Verhältnis EK zu FK von eins zu eins finanzierte Struktur weiterhin mehr als 50% der Anteile gehalten werden. Mit Unterstützung eines transaktionserfahrenen Steuerberaters kann dies für den reinvestierten Anteil auch steueroptimal über den künftigen Beteiligungszeitraum strukturiert werden.

Mit dem passenden Partner, der Erfahrung mit Minderheitsanteilen hat und diese oft genug erfolgreich begleitet hat, bietet die Minderheit gerade für Familienunternehmen viele Vorteile. Beispielsweise kann das Unternehmen in Ruhe auf die endgültige Nachfolge vorbereitet werden – oder auf die Zeit, wenn der Junior oder die Tochter qualifiziert und bereit ist, die Rolle des Seniors zu übernehmen. Gemeinsam mit dem Finanzinvestor werden die wichtigsten Entwicklungen vorangetrieben und entsprechend der Wert des Unternehmens gesteigert. Durch den Teilverkauf besteht die finanzielle Sicherheit, entweder nach der Haltezeit des Finanzinvestors Anteile zurückzukaufen oder ganz anders zu investieren und damit noch einmal für eine andere Form der Familien- und Ruhestandsabsicherung zu sorgen.

Weil – wie auch beim Mezzanine – komplexe Entwicklungen selten

monats- oder auch nur jahresgenau zu planen sind, sollte auch der Eigenkapitalinvestor die notwendige Flexibilität mitbringen. Sonst droht der Finanzinvestor am Ende seiner Fondslaufzeit einen verfrühten Verkaufsdruck aufzubauen, der letztlich aber allen Beteiligten (einschließlich dem Unternehmen selbst) schadet. Fonds, die nicht an die typischen engen „Haltekorridore“ ihrer Fondslaufzeit gebunden sind, bringen die notwendige Ruhe mit, Entwicklungen bis zur Reife umzusetzen. Noch besser kann es sein, wenn der Investor überhaupt keinen Fonds im Rücken hat, sondern beispielsweise noch langfristiger orientierte Mittel aus der eigenen Haus- oder Familienbilanz einbringen kann.

So lassen sich mit dem gewünschten Maß an unternehmerischer Unabhängigkeit mit der angemessenen Sorgfalt die Veränderungen umsetzen, die dem Unternehmen für die Zukunft eine Perspektive geben. Denn – auch das zeigt die aktuelle Umfrage – nichts ist Unternehmern in der Zusammenarbeit mit Finanzinvestoren wichtiger als die Freiheit im operativen Geschäft. Allerdings ist nicht nur die Höhe der Gesellschafteranteile eines Finanzinvestors (bzw. Mezzanine-Gebers) ein Maß für die weitere Gestaltungskraft des Unternehmers. Finanzinvestoren, die sowohl Mezzanine als auch Minderheits- und Mehrheitsdirektbeteiligungen anbieten, sind es auch als Mehrheitsgesellschafter gewohnt, operative Zurückhaltung zu üben. Sie konzentrieren sich ganz bewusst auf die gemeinsamen strategischen Weichenstellungen und bringen ihr umfangreiches Netzwerk und Know-how nur ein, wenn alle Beteiligten dies als sinnvoll erachten. Dabei zeigt sich in der gemeinsamen Zusammenarbeit: Wenn das gegenseitige Vertrauen vorhanden ist, wird eine engere Einbindung des neuen Gesellschafters auch in operative Wachstumsthemen von mittelständischen Unternehmern als Vorteil für alle gesehen. Denn am Ende geht es allen darum, das Unternehmen für die Chancen und Herausforderungen der Zukunft fit zu machen. In einer echten Partnerschaft auf Augenhöhe.