

# Jahresrückblick 2014 und Ausblick auf das M&A-Jahr 2015 im deutschen Small-Cap-Markt

Michael Keller & Thomas Bier, Keller & Coll., Frankfurt am Main

## 1. Einleitung

► Der europäische Markt für Unternehmensübernahmen und -fusionen verzeichnete in 2014 deutliche Zuwachsraten. Somit hat sich die Erholung des M&A-Umfeldes seit der weltweiten Finanz- und Wirtschaftskrise auch im sechsten Jahr nach der Lehman-Pleite fortgesetzt.

Insgesamt war 2014 ein durchaus bewegtes, vor allem von Milliardentransaktionen beeinflusstes Jahr, das jedoch insbesondere in Hinblick auf die Entwicklung im Small-Cap-Bereich differenziert zu betrachten ist. Der Zunahme von vollzogenen und angekündigten Mid- und Large-Cap-Transaktionen stand eine stagnierende Deal-Entwicklung im Small-Cap-Segment gegenüber.

Trotz eines sehr günstigen Finanzierungsumfeldes mit historisch niedrigen Zinssätzen, einer hohen Bereitschaft der Banken, mit Akquisitionsfinanzierungen zur Verfügung zu stehen, sowie sehr gut gefüllten Kassen auf Investoreseite kann man auch weiterhin nicht von einem Boom oder einer neuen M&A-Welle im kleineren Mittelstandssegment sprechen: Eine allzu große Dynamik im Small- und Mid-Cap-Segment scheint vor dem Hintergrund der geopolitischen Risiken und den wirtschaftlich uneinheitlichen Indikatoren, die auf eine konjunkturelle Abkühlung deuten, auch im Jahr 2015 als eher unwahrscheinlich.

## 2. Rückblick auf das europäische M&A-Jahr 2014

Die positive Entwicklung im europäischen M&A-Geschäft spiegelt sich in dem höchsten Transaktionsvolumen seit 2008 wider. Durch einen Blick in den Monthly M&A Insider Report December 2014 von Mergermarket können wir die Zahlen wie folgt konkretisieren: Das Transaktionsvolumen legte demnach in den ersten elf Monaten des Jahres 2014 im Vergleich zur Vorjahresperiode um beachtliche 37,7% auf 800 Mrd. USD zu. Mit 5.351 Deals bewegte sich die Anzahl allerdings nur knapp oberhalb des Niveaus des Vorjahres. Somit waren es die großvolumigen Deals, die die Märkte

bewegten. Beispielhaft sind die Transaktionen in Folge der Branchenkonsolidierung im Telekommunikations-, Medien- und Technik-Sektor (TMT) zu nennen. Die Summe der vier Mega-Deals SFR, Portugal Telecom SGPS, Ziggo und Grupo Corporativo betrug hier zusammen 48 Mrd. USD. Der größte europäische Regionalmarkt, bezogen auf das Deal-Volumen, war Frankreich mit einem Anteil von 19,8%, gefolgt von UK (16%) und Deutschland (9,2%). Bei der Stückzahl der veröffentlichten Deals rangiert UK (Anteil: 21,3%) in der Statistik von Mergermarket vor Deutschland (12,0%) und Frankreich (11,9%).

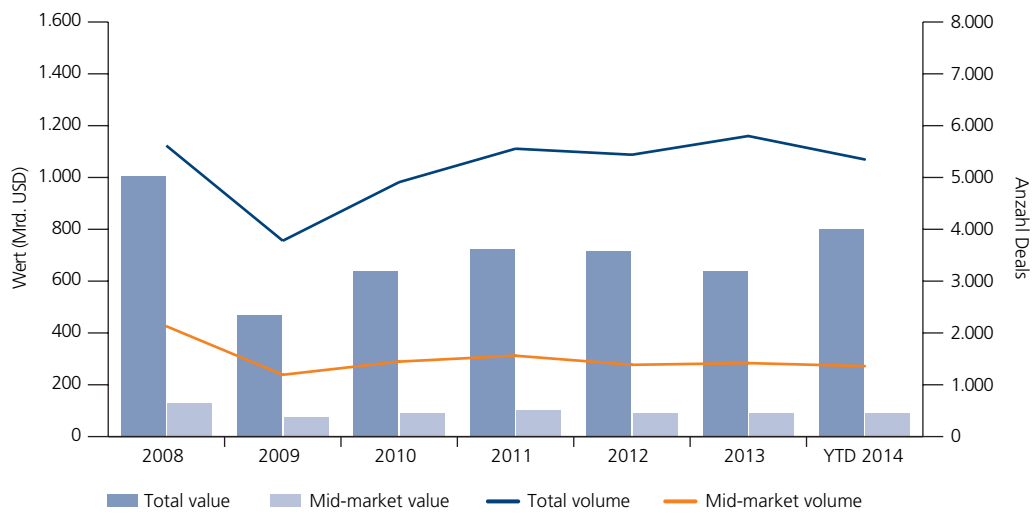
## 3. Rückblick auf das deutsche M&A-Jahr 2014

Der genauere Blick auf den deutschen M&A-Markt lässt uns zu dem Schluss kommen, dass die Marktteilnehmer nicht ganz unbeeindruckt von den wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen geblieben sind. Nach einem überraschend guten Start im ersten Halbjahr ist die deutsche Wirtschaft im Jahresverlauf 2014 nur noch auf sehr verhaltenem Niveau gewachsen, die Wachstumsdynamik ist in der Grundtendenz im Jahresverlauf zum Erliegen gekommen. Im Ergebnis konnte für das Gesamtjahr 2014 eine Steigerung des realen Bruttoinlandsproduktes verzeichnet werden. Ursächlich für die ab dem dritten Quartal zu verzeichnende Seitwärtsbewegung waren die Abkühlung im Produzierenden Gewerbe und die Zurückhaltung bei den Unternehmensinvestitionen.

Nach den schwachen Vorjahren verzeichnete der deutsche M&A-Markt durchaus eine Belebung, die auch im gleitenden Zwölf-Monats-Durchschnitt des ZEW-ZEPHYR M&A-Index Deutschland, der sich auf dem höchsten Niveau der letzten drei Jahre befindet, abgebildet ist. Vorwiegend war es jedoch auch hier der Trend zu großen Transaktionen, die das Bild prägten und die dazu verholfen haben, den Vorjahreswert des Transaktionsvolumens bei abgeschlossenen Deals 2014 auf 114,5 Mrd. EUR zu steigern. Auch die Anzahl der M&A-Geschäfte lag mit 897 Deals erstmals wieder etwas über dem vergleichbaren Vorjahreswert mit 835 Transaktionen

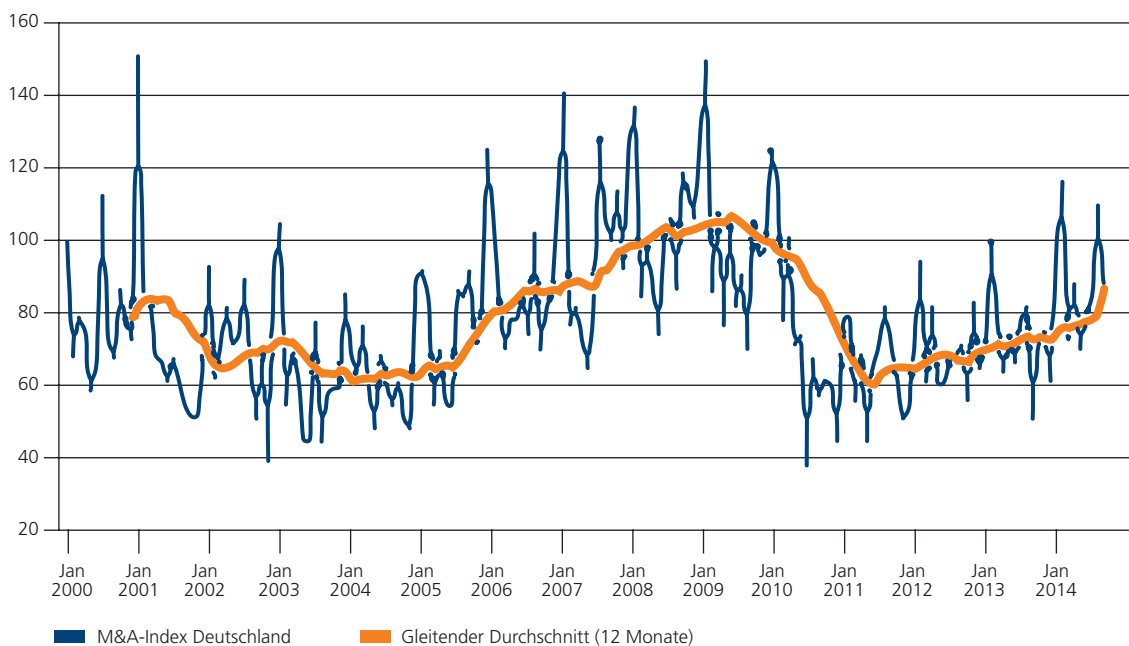
**Abb. 1 • European M&A Annual Trend**

Quelle: Mergermarket



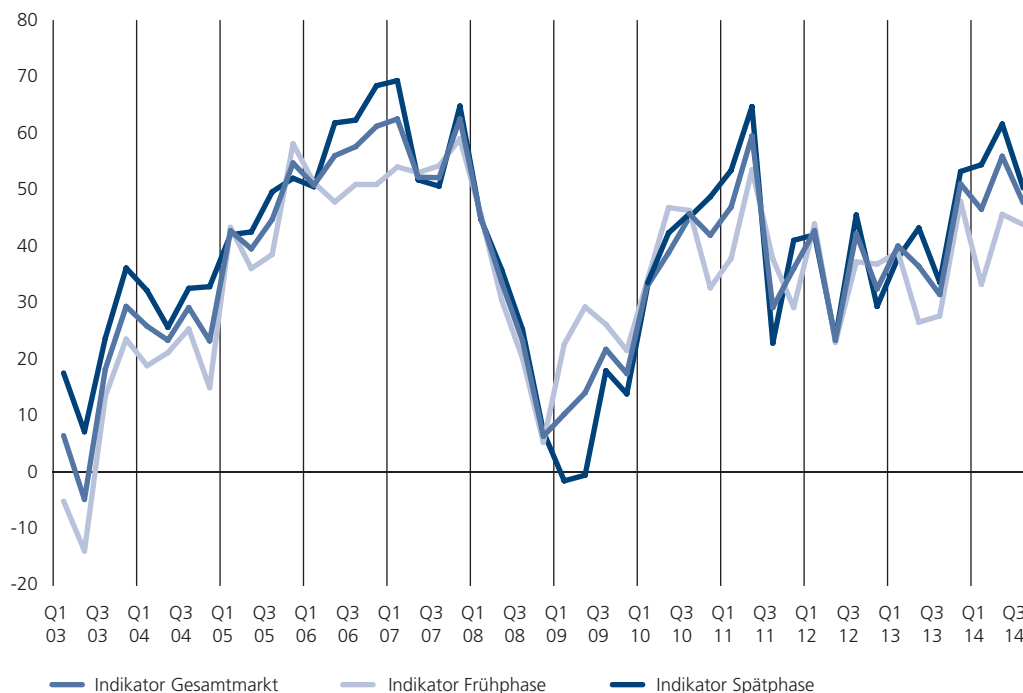
**Abb. 2 • ZEW-ZEPHYR M&A-Index Deutschland**

Quelle: Quelle: Zephyr-Datenbank, Bureau van Dijk, Berechnung ZEW



### Abb. 3 • German-Private-Equity-Barometer

Quelle: KfW-Research, BVK



(vgl. Abb. 3, S. 76). In der zweiten Jahreshälfte wurden allein im Monat September vier Zukäufe in Milliardenhöhe der deutschen Unternehmen Merck, ZF Friedrichshafen, SAP und Siemens veröffentlicht.

Was darüber hinaus auffällt: Die Schere zwischen angekündigten und vollzogenen Deals ist größer geworden, was zu dem Schluss führen muss, dass sich die Projektlaufzeiten verlängert haben und die eine oder andere Transaktion nicht finalisiert werden konnte beziehungsweise abgebrochen wurde. Entsprechende Erfahrungen unseres Hauses aus den letzten zwei Jahren bestätigen diesen Trend. Im Small-Cap-Segment ist einer der Gründe des Scheiterns von Deals, dass das gemeinsame Verständnis von mittelständischen Verkäufern und Investoren in der Projektphase noch auseinander driftet. Die Anforderungen der Investoren an aussagekräftige Daten und die Lieferfähigkeit der Mittelständler, zum Beispiel ihr Reporting und ihre Planungen zu konkretisieren, können teilweise nicht zusammengeführt werden. Beide Seiten haben unter maßgeblicher Mitwirkung des M&A-Beraters noch ihre Hausaufgaben zu machen, um die Deal-Wahrscheinlichkeit zu erhöhen.

#### 3.1 Wenig Bewegung im Small-Cap-Markt

Im Small-Cap-Markt, also dem klassischen deutschen Mittelstandssegment, war weiterhin eine zurückhaltende Entwicklung bei Fusionen und Übernahmen zu beobachten. Vor dem Hintergrund einer hohen Verfügbarkeit von Liquidität und guten Buy-Out-Finanzierungsmöglichkeiten durch Kreditinstitute richten viele Private-Equity-Investoren ihren Fokus inzwischen auch

auf das untere Preissegment mit Unternehmenswerten zwischen 5 Mio. EUR und 50 Mio. EUR. Nach unserer Analyse ist die Anzahl von verfügbaren Zielunternehmen jedoch immer noch überschaubar, was natürlich nicht ohne Folgen für die zu bezahlenden Prämien auf die Kaufpreise bleibt.

Worin liegt die geringe Verfügbarkeit von Betrieben im Small-Cap-Segment begründet? Die aktuellen Kapitalmarktkonditionen mit Zinssätzen nahe Null, die einerseits zweifellos ein Treiber für das M&A-Geschäft sind, bremsen andererseits die kurzfristige Verkaufsbereitschaft von Unternehmenseigentümern. Die anhaltende Niedrigzinsphase und die daraus folgenden unzureichenden Renditeaussichten bereiten vielen Unternehmern, die über eine Veräußerung ihres Unternehmens nachdenken, Kopfschmerzen. Wohin mit dem Verkaufserlös? Ein in eine Deal-Struktur eingebundenes, adäquat verzinstes Verkäuferdarlehen kann hierbei ein geeigneter Anreiz sein, den Renditeansprüchen des Verkäufers gerecht zu werden. Ergänzend oder alternativ sei jedoch in diesem Zusammenhang auf die attraktive Asset-Klasse Private Equity hinzuweisen, die sich über Fonds-Angebote Zug um Zug auch für Privatanleger mit höherer Risiko-Aversität geöffnet hat.

#### 3.2 Private Equity auf dem Vormarsch

Der deutsche Private-Equity-Sektor hat nach Erhebungen des Branchenverbandes BVK im 1. Halbjahr 2014 mit Investitionen in Höhe von knapp 2,8 Mrd. EUR den Wert des Vorjahrhalbjahres um 37% steigern können, wohingegen die Anzahl der Transaktionen mit 50 Stück in

etwa den letztjährigen Werten entsprach. Im Fokus standen dabei Investitionen in die Segmente Kommunikationstechnologie, Chemie, Life Science und Dienstleistungen. Das Marktumfeld für den deutschen Private-Equity-Sektor, das vom Branchenverband BVK gemeinsam mit der KfW ermittelt wird, ist im 3. Quartal trotz leichten Rückgangs immer noch auf Grün geschaltet. Der Geschäftsklimaindex liegt deutlich über den Vorjahreswerten und auch über dem langfristigen Mittelwert.

### 3.3 China kauft sich in den Mittelstand ein

Seit einigen Jahren sind verstärkt ausländische Interessenten auf der Suche nach Übernahmemöglichkeiten im deutschen Mittelstand. Wir beobachten Aktivitäten insbesondere von Investoren aus Asien. Allen voran spielt China eine tragende Rolle im kleineren deutschen Transaktionsgeschehen. Die in den letzten beiden Jahren zu beobachtende Seitwärtsbewegung bei Käufen durch chinesische Investoren hat sich im Jahr 2014 fortgesetzt. In den ersten zehn Monaten des Jahres wurden in Deutschland 21 Übernahmen mit einem Gesamtvolumen in Höhe von 1,3 Mrd. USD durch chinesische Käufer vollzogen. Zum Vergleich: Im Gesamtjahr 2013 kam es zu 26 Transaktionen mit chinesischer Beteiligung nach zuvor 25 Übernahmen im Gesamtjahr 2012. Als aktivster Investor agierte ein chinesisches Staatsunternehmen, die AVIC-Gruppe, die allein vier Akquisitionen tätigte. Die bevorzugten Branchen der chinesischen Investoren sind derzeit Mittelstandsunternehmen aus der Automobilindustrie, dem Maschinenbau und der Solarenergie. Bemerkenswert dabei ist, dass die Chinesen bei vier Transaktionen auch die Übernahme aus einer Insolvenz nicht scheuten.

## 4. Ausblick auf das Jahr 2015

### 4.1 Konjunkturaussichten

Wohin führt uns der Weg in 2015? Was das wirtschaftliche Umfeld angeht, erwartet der Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung eine unverändert zweigeteilte Weltkonjunktur. Auf der einen Seite die Wachstumsmotoren USA und Großbritannien, auf der anderen Seite der Euro-Raum mit einer von der EZB im Monatsbericht Dezember 2014 prognostizierten Zuwachsrates des realen Bruttoinlandsprodukts von 1,0%.

Für den deutschen Wirtschaftsraum sind die Einschätzungen ähnlich. Die Bundesbank sieht in ihrem Dezember-Monatsbericht für 2015 nur ein Wachstum mit gebremster Geschwindigkeit und prognostiziert für das laufende Jahr eine moderate Steigerung von 1,0%, die sich in 2016 auf 1,5% verstärken könnte. Es wird im Wesentlichen von außenwirtschaftlichen Impulsen abhängen, ob die wirtschaftliche Erholung im Jahresverlauf 2015 noch an Fahrt gewinnen kann. Die robuste Verfas-

sung der deutschen Unternehmen stimmt die Volkswirte optimistisch, dass sich die deutsche Wirtschaft besser darstellen wird als erwartet.

### 4.2 Auswirkungen auf das M&A-Geschäft

Diese insgesamt aber eher zurückhaltenden Konjunkturaussichten und die Sorgen um die geopolitischen Einflüsse – vor allem sei der Ukraine-/Russland-Konflikt erwähnt – dämpfen die Erwartungen auf eine allzu dynamische Entwicklung des Transaktionsgeschäftes in Deutschland, ohne jedoch die grundsätzlich positiven Erwartungen für die M&A-Tätigkeiten in Frage zu stellen. Denn die Marktlage ist insgesamt stabil und wird durch die vorteilhaften Finanzierungsbedingungen im historischen Niedrigzinsumfeld und die hohen Liquiditätsbestände potenzieller Käufer gestützt. Einen größeren Einfluss auf die Märkte dürften die Banken haben, die den Zugang zu Akquisitionsfinanzierungen für Investoren erleichtert haben. Eine grundsätzliche Verschlechterung des Finanzierungsumfeldes sehen wir nicht, jedoch könnte der Risikoappetit der Banken bei der Begleitung von Übernahmen mittelfristig schwinden.

### 4.3 Small Caps im Fokus

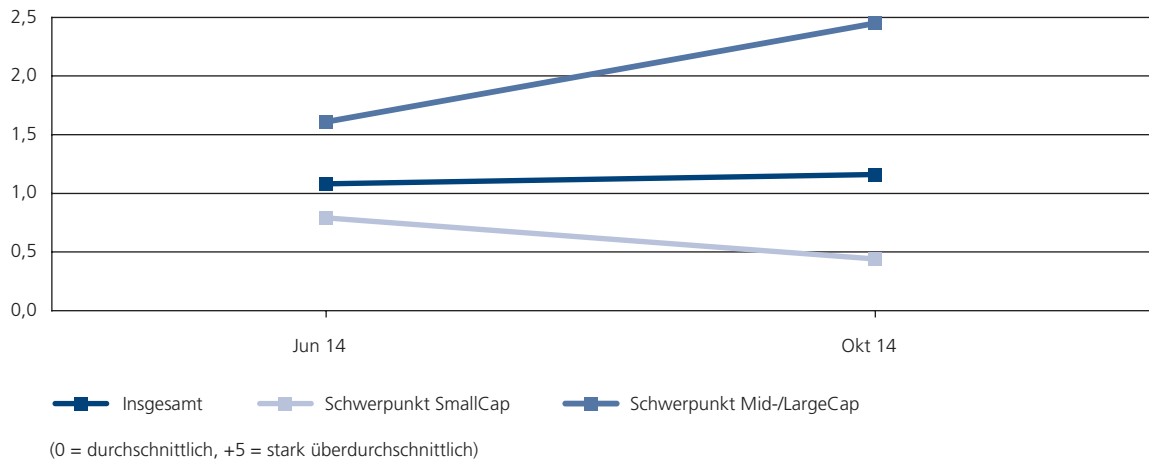
Das M&A-Geschäft im Small-Cap-Segment könnte nach unserer Einschätzung in 2015 in zunehmendem Maße relevant werden. Die seit Jahren auch statistisch nachweisbare Thematik der ungelösten Unternehmensnachfolge hat inzwischen Priorität auf der Agenda zahlreicher Familienunternehmen. Im Dezember 2013 veröffentlichte das Institut für Mittelstandsforschung (IfM) in ihrem Forschungsnewsletter Berechnungen, dass bis zum Jahr 2018 bei 135.000 Unternehmen die Nachfolge ansteht. An dieser Zahl dürfte sich wenig verändert haben. Der auf das Mittelstandsegment spezialisierte Beratungsbranche obliegt hierbei die besondere Verantwortung, die Unternehmer dabei zu unterstützen, das emotionale Thema von Nachfolgelösungen zu objektivieren und dazu beizutragen, die Zukunftsgestaltung zum richtigen Zeitpunkt anzugehen.

Wir erwarten, dass die unattraktiveren erbschaftsteuerlichen Folgen eines Betriebsübergangs an die nächste Generation aus dem jüngsten Urteil des Bundesverfassungsgerichts dem Small-Cap-Markt schon ab 2015 zu einer steigenden Dynamik verhelfen. Das Bundesverfassungsgericht hat am 17. Dezember 2014 die Steuerprivilegien beim Vererben von Betrieben als zum Teil verfassungswidrig erklärt und den Gesetzgeber aufgefordert, dies bis zum 30. Juni 2016 neu zu regeln. Obwohl das Finanzministerium angekündigt hat, seinen gesetzgeberischen Gestaltungsspielraum im Sinne der Mittelstandsfreundlichkeit nutzen zu wollen, läuft es doch im Sinne der Bundesverfassungsrichter auf eine tendenzielle Schlechterstellung der Unternehmen hinaus.



**Abb. 4 • Projektaufkommen M&A-Berater**

Quelle: FINANCE RESEARCH, CMS Hasche Sigle



Die Zunahme familienexterner Lösungen ist somit für die nächsten Jahre sehr wahrscheinlich geworden. Hier könnten Private-Equity-Gesellschaften die Nutznießer der anstehenden Änderungen in der steuerlichen Gesetzgebung sein, zumal die Anzahl der auf den Mittelstand fokussierten Investoren, die mit einer sehr zielgerichteten Ansprache auf den Small-Cap-Bereich zugehen, größer geworden ist. Darüber hinaus wird die Entwicklung dadurch unterstützt, dass sich die Einstellung der Mittelständler gegenüber der Private-Equity-Branche in den vergangenen Jahren gewandelt hat. Lange Zeit war deutliche Zurückhaltung zu spüren, wenn mittelständische Firmeninhaber auf Private-Equity-Investoren trafen. Inzwischen hat sich vielerorts die Erkenntnis durchgesetzt, dass die Zuführung von externen Erfahrungen und Perspektiven eine Chance für eine Weiterentwicklung der Unternehmen bietet. Zudem kommt es den mittelständischen Familienunternehmen sicherlich sehr entgegen, dass sich die durchschnittliche Haltedauer der Private-Equity-Gesellschaften nach dem im Dezember von PWC veröffentlichten Private-Equity-Exit-Report in den letzten zehn Jahren auf 5,8 Jahre von zuvor 3,9 Jahre deutlich erhöht hat.

Ging der Aufschwung am Small-Cap-Segment in 2014 noch vorbei, verheißen neue Mandate aus dem letzten Quartal 2014 einen guten Start ins Jahr 2015, der sich unserer Einschätzung nach noch verstärken könnte. Die spannende Frage, ob dadurch insgesamt der Trend zu größeren Deals mit kleineren Stückzahlen im deutschen M&A-Markt umgekehrt werden kann, lässt sich in einem Jahr an gleicher Stelle beantworten.

**5. Zusammenfassung**

Die Konjunktur wird im Jahr 2015 zunächst keine zusätzlichen Impulse setzen. Aufgrund der scheinbar immer näher an uns heranrückenden politischen Krisenherde

herrscht eine leichte Verunsicherung und auch ein gewisses Risiko über die weitere Entwicklung der M&A-Aktivitäten, die eng an die makroökonomischen Bedingungen gekoppelt sind.

Es gibt unserer Meinung nach aktuell jedoch keinen Grund zur Sorge und auch nicht die Notwendigkeit, die guten Aussichten für die M&A-Märkte neu einzuschätzen. Die Indikatoren für die Entwicklung der Marktaktivitäten stellen auch für 2015 eine zumindest moderate Aufwärtsbewegung in Aussicht.

Unser Ausblick für das Jahr 2015 ist zuversichtlich. Gut gefüllte Pipelines der M&A-Berater deuten auf eine mindestens solide Entwicklung im Large- und Mid-Cap-Geschäft hin. Auch im Small-Cap-Segment treffen wir seit der zweiten Jahreshälfte 2014 auf ein verstärktes Gesprächsinteresse von Unternehmern, die das Thema Unternehmensveräußerung konkret angehen möchten. Darüber hinaus stellen wir eine erfreuliche Zunahme an erteilten Verkaufsmandaten fest, sodass insgesamt gute Vorzeichen für einen Aufschwung auch im kleineren Preissegment des Mittelstandsgeschäftes gegeben sind.



**Michael Keller** ist geschäftsführender Teilhaber der auf M&A-Transaktionen spezialisierten Beratungsgesellschaft Keller & Coll. Trusted Advisors for M&A GmbH. Der Autor ist Mitglied des Bundeswirtschaftssenats des Bundesverbandes Mittelständische Wirtschaft; [keller@kellercoll.de](mailto:keller@kellercoll.de)  
**Thomas Bier** ist Senior Vice President bei Keller & Coll.; [thomas.bier@kellercoll.de](mailto:thomas.bier@kellercoll.de)