

Das Geschäft mit Fusionen und Übernahmen besteht zu einem Gutteil aus Psychologie. Die Berater rund um die Branche geben sich in der Regel als Daueroptimisten, die das Glas halb voll sehen. Für das neue Jahr beispielsweise hoffen viele auf einen Nachholeffekt, weil im vergangenen Jahr manches Projekt verschoben wurde. Zwar ist das Gesamtvolume an Mergers & Acquisitions (M&A) mit deutscher Beteiligung 2025 um etwa ein Sechstel gestiegen, aber die Zahl der Transaktionen fiel so niedrig aus wie seit dem Corona-Jahr 2020 nicht. Das ergibt die neueste und noch unveröffentlichte Analyse von Oaklins.

Die Beratungsgesellschaft zählte bis zum Stichtag 16. Dezember 2586 Transaktionen mit deutscher Beteiligung, sechs Prozent weniger als im Vorjahreszeitraum. Der Jahreswert liegt noch immer etwa 800 über dem langfristigen Durchschnitt seit Beginn der Erhebung 1998; er übertrifft der Berechnung zu folge auch alle Werte bis einschließlich 2020. Er erreicht aber keinen der seitdem erfassten Werte. Oaklins stützt seine jährliche Branchenanalyse auf Daten der drei Kapitalmarktdienstleister Mergermarket, Majunke und S&P Capital IQ sowie auf Angaben aus rund einem Dutzend anderer Quellen wie Destatis, dem Bundeskartellamt und der F.A.Z. In die Erhebung gehen Übernahmen mit deutscher Beteiligung ein, das heißt, entweder der Käufer oder der Verkäufer ist deutsch, oder beide sind es. Im Detail zu beachten ist, dass Minderheitsbeteiligungen dieses Jahr erst ab 20 Prozent einflossen, statt zuvor ab zehn Prozent.

Das M&A-Geschehen wurde lange durch die Zollpolitik des amerikanischen Präsidenten Donald Trump beeinträchtigt. Allerdings erwiesen sich die Folgen später als weniger gravierend als befürchtet. Die Übernahmeaktivität hat im zweiten Halbjahr deutlich angezogen. Transaktionen mit Milliardenwert sind zurück: Finanzinvestoren reichten den Pharmakonzern Stada an eine andere Private-Equity-Gesellschaft weiter. Carlyle übernimmt mehrheitlich die Farben- und Lackesparte von BASF, wobei der Chemiekonzern mit 40 Prozent beteiligt bleibt. Die deutsche Tochtergesellschaft des niederländischen Stromnetzbetreibers Tennet geht mit einem Anteilspaket an institutionelle Investoren.

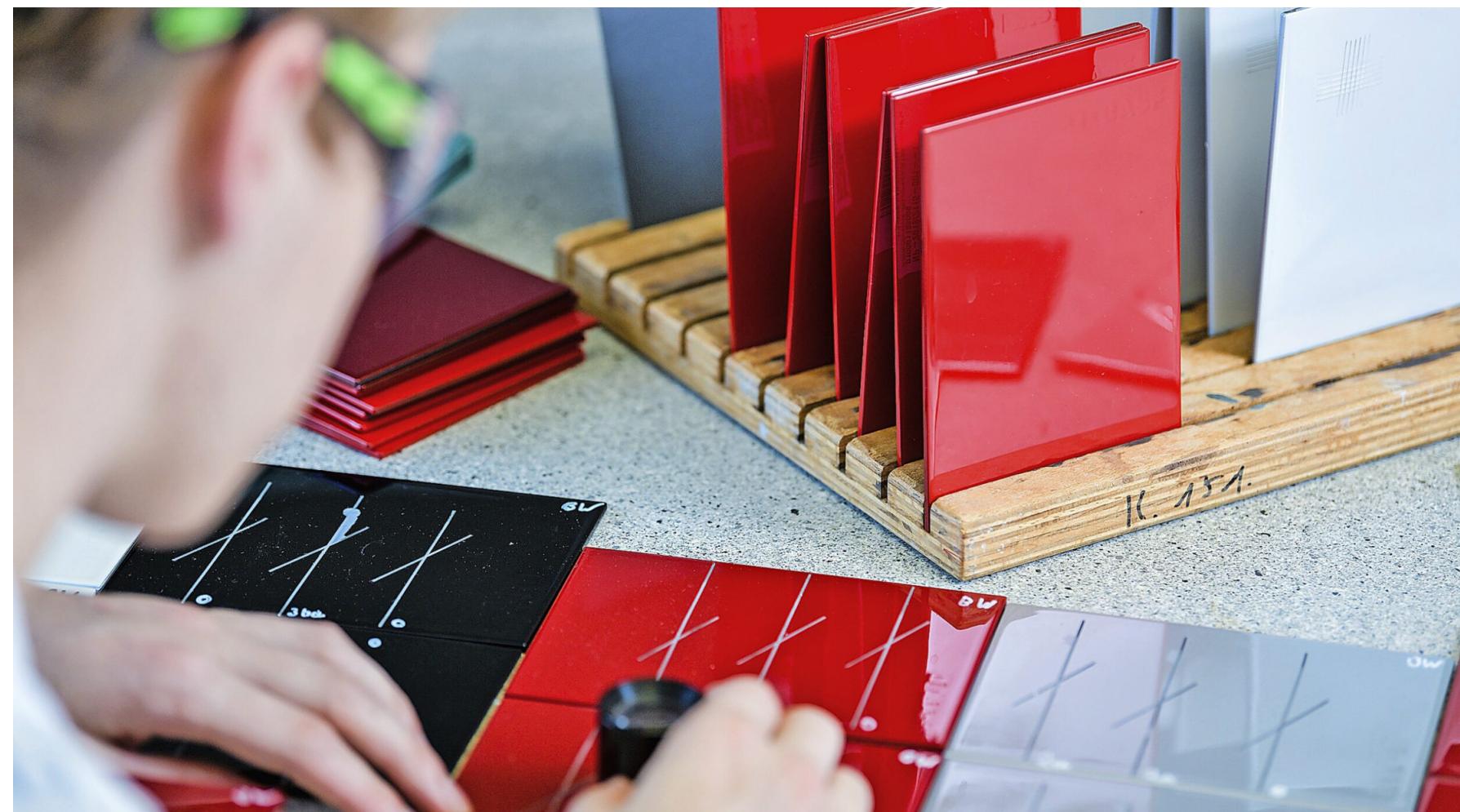
Zudem setzt sich der Trend fort, wonach Großkonzerne ihre Strukturen vereinfachen und sich auf eine immer engere Produktpalette beschränken: BASFs Transaktion ist ein Beispiel dafür. In manchen Fällen spalten die Konzerne das nicht mehr geliebte Geschäft über die Börse ab, wie es der Reifenkonzern Continental mit der Zulieferers Aumovio vormachte.

Investmentbanker sehen in den statistischen Betrachtungen meistens die addierten Volumina als Leitzahl für die M&A-Aktivität. Hieran gemessen zog die Aktivität mit deutscher Beteiligung nach Kalkulation der gängigen Datenanbieter im abgelaufenen Jahr deutlich an. In der Berechnung von LSEG zum

Löst sich der Knoten?

Das vergangene Jahr sah so wenige Übernahmen in Deutschland wie seit 2020 nicht – auch wenn das Volumen stieg. Fusionsberater hoffen auf Nachholbedarf im neuen Jahr, weil vieles verschoben wurde. Und Börsengänge?

Von Klaus Max Smolka, Frankfurt



Farben im Verkauf: Auszubildender der BASF Coatings in Münster – die Sparte geht mehrheitlich an den Finanzinvestor Carlyle

Foto Picture Alliance

Beispiel expandierte das gesamte M&A-Volumen bis kurz vor Jahresabschluss um ein Sechstel gegenüber der Vergleichsperiode des Vorjahrs auf 168 Milliarden Dollar und damit auf ein Vier-Jahres-Hoch. Der Anstieg fällt unterproportional zum Plus der globalen M&A-Aktivität aus, das kurz vor Jahresende bei mehr als einem Drittel Prozent lag. Was die Zahl der Transaktionen mit deutscher Beteiligung angeht, ermittelte LSEG wie Oaklins den niedrigsten Wert seit 2020, und zwar mit 2464 Deals. Aus der widerstrebenden Tendenz beider Kenngrößen ergibt sich, dass die einzelnen Transaktionen in Deutschland zuletzt im Schnitt höhere Volumina aufwiesen. Transaktionen im

Wert von über fünf Milliarden Dollar kamen zurück, sagt Jens Maurer, Morgan Stanleys Leiter Investmentbanking für Deutschland und Österreich.

In der diesjährigen Oaklins-Analyse fällt einerseits die Aufholjagd zum Jahresende hin auf, andererseits der starke Rückgang grenzüberschreitender Übernahmen, wie Oaklins-Vorstand Florian von Alten sagt: „Die zweite Botschaft – die uns selbst ein bisschen schockiert hat – ist, dass das Cross-Border-Geschäft brutal eingebrochen ist.“ Deutsch-deutsche Fusionen stiegen in ihrer Zahl um ein Drittel auf 1509 an, sie machen damit die Mehrheit aller Transaktionen aus. Aber Akquisitionen deutscher Käufer im Ausland gingen um ein Viertel auf 522 zurück, solche

ausländischer Erwerber in Deutschland sogar um knapp 40 Prozent auf 555. Von Alten wertet den „radikalen Einbruch“ in der letzteren Kategorie als Indiz für eine sinkende Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Industrie: etwa wegen hoher Energiepreise und hoher Lohnnebenkosten.

Andere Fachleute sehen hiergegen hiesige Unternehmen als weiterhin attraktiv. „Globale Strategen“ – also Konzerne der Industrie – „kaufen gerne in Deutschland“, sagt Sven Baumann, der für die amerikanische Bank Jefferies das Investmentbanking im deutschsprachigen Raum leitet. „Das industrielle Rückgrat, das wir sehen, ist attraktiv für

Ausländer.“ Außerdem öffneten sich hiergegen Familienunternehmen mit den Angehörigen der jüngeren Generation. Sie sähen einen Verkauf als Diversifizierung, statt das Klumpenrisiko eines Unternehmens zu tragen.

Für das angebrochene Jahr geben Investmentbanker sich zuversichtlich. Das kristallisierte sich in einer Reihe Pressekonferenzen zum Jahresende heraus. „Der Knoten im M&A-Markt scheint sich zu lösen“, sagt Michele Iozzolino, der für J.P. Morgan das deutsche Investmentbanking leitet. Unter anderem wird die seit Langem bestehende Kluft in den Preiserwartungen von Käufern und Verkäufern wohl möglich schmäler. „Wir merken mehr und mehr, dass die Parteien beieinander sind.“

Verschwunden ist die Kluft aber nicht, jedenfalls nicht bei Finanzinvestoren, wie Ralph Drebes sagt, der als Partner das Private-Equity-Geschäft der Kanzlei Linklaters leitet. Grund: Seit 2022 stehen die Preise unter Druck, gemessen am Vielfachen (Multiple) des operativen Gewinns. „Nach meinem Gefühl ist es weiterhin so, dass die Käuferseite Angst hat, Fehler zu machen, und die Verkäuferseite die alten Multiple-Vorstellungen immer noch im Kopf hat.“ Drebes sieht im Markt einerseits eine Reihe milliardenschwerer Private-Equity-Transaktionen in der Vorbereitung. Andererseits fehle nach seiner Wahrnehmung die große Zunahme im mittelgroßen Segment.

Private Equity nimmt gleichwohl eine wichtige Rolle im M&A-Geschehen ein. Nach Berechnung von Oaklins waren Finanzinvestoren 2025 in 38 Prozent der Transaktionen mit deutscher Beteiligung dabei. Aktivster Investor war der Erhebung zufolge Warburg Pincus mit 20 getätigten Transaktionen, wenn man die Zukäufe der Bestandsunternehmen im Portefeuille mitzählt. Es folgen Aurelius, Greenpeak Partners, Ufenau Capital und Auctus. Von Alten macht „zunehmenden Druck auf die Fondsmanager“ aus. Denn die Portefeuilles der Finanzinvestoren altern, in Deutschland wie auch international. Nach Zählung von Bain hielten Finanzinvestoren auf der Welt 2005 Unternehmen im Schnitt für gut vier Jahre, in der zweiten Hälfte der 2000er-Jahre sank der Wert, in den 2010er-Jahren lag er bei typischerweise vier bis sechs Jahren. Von 2021 bis 2023 ist die Haltedauer demnach von 5,2 auf 6,6 Jahre gesprungen, zuletzt waren es 6,1 Jahre. Gleichzeitig sitzen die Beteiligungsgesellschaften auf Mitteln in Billionenhöhe, die angelegt werden wollen. Der Druck auf Transaktionen kommt also von zwei Seiten: „Es gibt Investitionsdruck, es gibt Verkaufsdruck“, sagt Jefferies-Banker Baumann.

Private Equity nutzt für den Ausstieg aus Bestandsunternehmen in zunehmendem Maße einen Sonderweg. In beinahe einem Fünftel der Fälle gaben Finanzinvestoren zuletzt Unternehmen über einen Fortsetzungsfonds ab, im Branchenjargon Continuation Vehicle (CV) genannt. Beteiligungsgesellschaften legen dabei mit neuen Investorenmitteln einen Fonds für das Bestandsunternehmen auf, um die Geldgeber des Ursprungsfonds auszahlen zu können.

Börsengänge – Initial Public Offerings (IPOs) – als Ausstiegsvariante bleiben in Deutschland rar. In manchen Fällen wurden entsprechende Pläne verschoben. „Viele Transaktionen haben nicht das Licht der Welt erblickt“, sagt Alexander Rang, Partner der Kanzlei Hengeler Mueller. In anderen Fällen verkauften die Eigentümer ihre Beteiligungen direkt, statt sie an die Börse zu bringen, so geschehen mit Stada und Tennet. Der Zweispur-Prozess (Dual Track) ist inzwischen die Regel. Fast jeder IPO-Prozess sei Dual Track, sagt Thorsten Zahn, Leiter des Eigenkapitalmarktgeschäfts im deutschsprachigen Raum für J.P. Morgan. (Kommentar, Seite 24.)