Jochen
Drukarczyk/
Andreas Schüler

Akquisitionen, Börsengänge und Restrukturierungen: Fallstudien zur Unternehmensbewertung

Verlag Franz Vahlen
München 2008
284 Seiten, 59,00 €
ISBN: 978-3-8006-3528-3

Mit ihrem jüngsten Gemeinschaftswerk „Akquisitionen, Börsengänge und Restrukturierungen: Fallstudien zur Unternehmensbewertung“ haben Drukarczyk/Schüler eine Sammlung von Fallstudien veröffentlicht, die sich mit einem bunten Spektrum von Anlässen zur Unternehmens- und Projektbewertung beschäftigt. Das Buch richtet sich dabei an eine breite Zielgruppe von Lesern und spricht sowohl erfahrene Praktiker wie Unternehmensberater, Wirtschaftsprüfer, Controller, Steuerberater oder Investmentbanker an, als auch Studenten der Wirtschaftswissenschaften sowie des Rechts. Das Besondere liegt neben der hohen Praxisrelevanz in der ausführlichen Aufbereitung von Lösungsvorschlägen zu jedem Fall. Das Buch schließt damit eine Lücke zu den in der Regel eher konzeptionell geprägten Lehrbüchern. Die vielen Abbildungen vereinfachen dem Leser darüber hinaus das Verständnis.

Die Fälle setzen solide Grundkenntnisse zur Unternehmensbewertung bzw. Investitionsrechnung voraus, was bei den angesprochenen Adressaten aber regelmäßig gegeben sein dürfte. Zur Auffrischung und Vertiefung des theoretischen Hintergrundes ist es nichtsdestotrotz von Vorteil, ein gutes Nachschlagewerk zur Materie parat zu haben, wie z. B. den „Klassiker“ derselben Autoren „Unternehmensbewertung“, der mittlerweile in der 5. Auflage erhältlich ist.

Das Buch diskutiert zehn sehr unterschiedliche Fallstudien – vom kleineren deutschen Mittelständler bis hin zu internationalen Großprojekten, von Börsen-

gängen zu spektakulären Sanierungsversuchen – die ausnahmslos der Realität entnommen sind und an deren Lösung die Autoren zum Teil selbst mitgewirkt haben. Entsprechend der unterschiedlichen Bewertungsanlässe werden die Fälle den Abschnitten „Akquisition“, „Börsengang“ und „Restrukturierung“ zugeordnet. Für jeden Fall wird zunächst der Sachverhalt mit zum Teil umfangreichen Informationen vorgestellt, um am Ende mit Fragestellungen den Leser zu einem Lösungsversuch zu animieren. Letzteres erfordert eine gewisse Selbstdisziplin, um nicht durch den Lösungsvorschlag der Autoren, der im zweiten Teil jedes Falles ausführlich präsentiert wird, beeinflusst zu werden. Dabei betonen die Autoren, dass es sich lediglich um Vorschläge handeln kann, da die hohe Komplexität und Dynamik der Beispiele keine Standardlösungen zulassen. Die Lösungsvorschläge folgen dabei einer methodisch stringenten Herangehensweise, die sich auch vor gesundem Pragmatismus nicht scheut, wenn die reine Lehre an ihre Grenzen stößt.

Der Abschnitt „Akquisitionen“ behandelt fünf Fälle. Beginnend mit der „Deckel AG“ wird zunächst verdeutlicht, dass Rechnungslegungsvorschriften bei der Bewertung eine nicht zu unterschätzende Rolle spielen und bewertungsrelevante Überschüsse nicht losgelöst davon betrachtet werden können. Daran schließt eine ausführliche Studie des Projekts „Airbus A380“ an, die sehr anschaulich die hohe Dynamik wichtiger Parameter wie zum Beispiel erwartetes Marktvolumen, Produktionsplanung oder Forschungs- und Entwicklungskosten für eine sinnvolle Investitionsentscheidung aufzeigt. Ausgangspunkt der „Gas GmbH“ ist ein Bewertungsgutachten mit Schiedsfunktion, wobei auf die unterschiedlichen Interessenslagen zwischen Käufer und Verkäufer eingegangen wird. Weiter werden mit der „Werkzeug GmbH“ bewertungsrelevante Fragen eines typisch mittelständischen Unternehmens diskutiert. Die Frage nach der Vorteilhaftigkeit von Finanzierungsleasing im Vergleich zum fremdfinanzierten Kauf („Optimale Leasing GmbH“) rundet den Teil „Akquisitionen“ ab.

Der Abschnitt „Börsengänge“ beschäftigt sich zuerst mit dem Börsengang der „Fraport AG“, wobei Möglichkeiten und Grenzen von Multiple-Bewertungen aufgezeigt werden, ergänzt um eine DCF-Bewertung. Die zweite Fallstudie „Eurotunnel: Börsengang 1987“ – trotz des Alters

sicherlich ein „Dauerbrenner“ – beschäftigt sich anhand umfangreicher Detailinformationen mit der Bewertung der Projektfinanzierung zum Projektstart und testet die finanzielle Belastbarkeit des Projekts anhand von Simulationsanalysen.

Im letzten Teil „Restrukturierungen“ greifen die Autoren mit „Eurotunnel: Restrukturierung 2007“ das zum Sanierungsfall gewordene Großprojekt wieder auf. Dabei gehen sie auch auf die Bedeutung bzw. Berechnung der Verschuldungskapazität ein und zeigen, wie die Ansprüche einzelner Gläubigergruppen in das Bewertungskalkül einfließen können. Die Studie „Philipp Holzmann“, einer der spektakulärsten und letztlich gescheiterten Bemühungen einer Unternehmensrettung, diskutiert Frühwarnsignale der sich abzeichnenden Krise. Die letzte Fallstudie „Continental Airlines“ schließt mit einem Ausflug in das US-amerikanische Insolvenzrecht ab und greift Parallelen und Unterschiede zur deutschen Insolvenzordnung auf.

Mit „Akquisitionen, Börsengänge und Restrukturierungen: Fallstudien zur Unternehmensbewertung“ liegt eine lehrreiche Aufbereitung interessanter Praxisfälle vor, die verschiedenste Bewertungssituationen wissenschaftlich analysiert. Die Stärke liegt unzweifelhaft darin begründet, dass nicht nur bewertungsrelevante Sachverhalte erörtert und daraus resultierende Fragen gestellt werden, sondern auch fundierte Antworten gegeben werden. Indem die Praxistauglichkeit ansonsten oftmals theoretisch erscheinender Konzepte demonstriert wird, ist das Buch von hohem didaktischen Wert und eine sinnvolle Ergänzung zu reinen Lehrbüchern.

In Zeiten der globalen Wirtschaftskrise dürfte insbesondere der Bereich Restrukturierungen weiter an Relevanz gewinnen und auch als Mahnung dienen, dass trotz intensiver Bemühungen des Staates die erfolgreiche Sanierung eines Unternehmens letztendlich von einem tragfähigen Geschäftsmodell abhängt. Die vielen überkauften Übernahmen der zurückliegenden Boomjahre mit zum Teil hochrisikanten Finanzierungsstrukturen bieten darüber hinaus viel Stoff für künftige Ergänzungen um aktuelle Fälle.

Fazit: Ein sehr empfehlenswertes Buch, das sich durch die gelungene Synthese aus Theorie und Praxis auszeichnet.

Markus Leitner,
Bad Soden am Taunus