

# Akquisitionen, Börsengänge und Restrukturierungen: Fallstudien zur Unternehmensbewertung

von

**Dr. Dr. h.c. Jochen Drukarczyk**

Professor em. für Betriebswirtschaftslehre  
an der Universität Regensburg

und

**Dr. Andreas Schüler**

Professor für Betriebswirtschaftslehre  
an der Universität der Bundeswehr München

**Verlag Franz Vahlen München**

## Inhaltsverzeichnis

Vorwort .....	VII
Inhaltsübersicht .....	XI
Symbolverzeichnis .....	XIX
Abbildungsverzeichnis .....	XXI
Tabellenverzeichnis .....	XXIII

### Teil A: Akquisitionen

1. Friedrich Deckel AG .....	3
1.1 Vorgeschichte .....	3
1.2 Verschmelzung mit der Maho AG .....	5
1.3 Bewertungsgrundsätze und -methode .....	7
1.4 Fragen .....	11
1.5 Anhang .....	12
2. Friedrich Deckel AG – Lösungsvorschlag .....	15
2.1 Droht der Eintritt der Überschuldung im expliziten Planungszeitraum? .....	15
2.2 Gewähren Kreditgeber die gemäß Tabelle 1-1 erforderlichen Neukredite? .....	17
2.3 Bewertung bei Einhaltung einer vorgegebenen bilanziellen Eigenkapitalquote .....	18
2.3.1 Zu diskontierende finanzielle Überschüsse .....	18
2.3.2 Diskontierungssatz .....	22
2.4 Bewertung und APV – Ansatz .....	24
2.5 Sind die ab 1998 unterstellten Ausschüttungen zulässig und begründbar? .....	26
2.6 Ergebnisse .....	27
2.7 Literatur .....	27
3. Airbus A380 .....	29
3.1 Vorbemerkung .....	29
3.2 Unternehmensgründung .....	29
3.3 Geschichte der A380 .....	31
3.4 Der Markt für Zivilflugzeuge .....	33

3.4.1	Erwartetes Marktvolumen .....	33
3.4.2	Modellpaletten von Airbus und Boeing .....	36
3.5	Die A380 .....	37
3.5.1	Technische Aspekte .....	37
3.5.2	Airbus A380 vs. Boeing 747 .....	37
3.5.3	Vorbestellungen .....	39
3.6	Produktionsplanung .....	41
3.6.1	Ursprüngliche Planung .....	41
3.6.2	Weitere Entwicklung .....	44
3.7	Fragen .....	46
3.8	Anhang .....	46
3.9	Literatur .....	47
4.	Airbus A380 – Lösungsvorschlag .....	49
4.1	Die Entscheidung für den Projektstart .....	49
4.2	Sensitivitätsanalyse .....	56
4.3	Bewertung des A380-Projekts mit revidierten Daten .....	57
4.4	Abbruch oder Fortführung? .....	61
5.	Gas-GmbH .....	63
5.1	Sachverhalt und Bewertung .....	63
5.2	Kritik des Verkäufers .....	68
6.	Gas-GmbH – Lösungsvorschlag .....	71
6.1	Mindert der Ansatz linearer Abschreibungen den Ertragswert? .....	71
6.2	Wirkt der Ansatz wirtschaftlicher Abschreibungsdauern Ertragswert-mindernd? .....	73
6.3	Zur Höhe des Diskontierungssatzes .....	78
6.4	Ergebnisse .....	81
7.	Werkzeug GmbH .....	83
7.1	Einleitung und Fragestellung .....	83
7.2	Jahresabschlussdaten und Analyse .....	84
7.2.1	Aktiva, Passiva und GuV-Rechnungen .....	84
7.2.2	Strukturbilanzen und Ertrags- und Aufwandsstruktur .....	88
7.2.3	Investitionen und Abschreibungen .....	90
7.2.4	Kapitalbindung im Umlaufvermögen und operativer Cashflow .....	91
7.2.5	Bilanzielle Renditen .....	92
7.3	Bewertungsauftrag .....	93
8.	Werkzeug GmbH – Lösungsvorschlag .....	95
8.1	Entziehbare Überschüsse in Phase 1 .....	95
8.2	Entziehbare Überschüsse in Phase 2: Der Endwert .....	99

8.3	Diskontierungssatz .....	107
8.4	Literatur .....	108
9.	Optimale Leasing GmbH .....	109
10.	Optimale Leasing GmbH – Lösungsvorschlag .....	115
10.1	Analyse .....	115
10.2	Anhang .....	118
10.3	Literatur .....	118

## **Teil B: Börsengänge**

11.	Fraport .....	121
11.1	Geschäftstätigkeit und Organisation des Fraport-Konzerns .....	121
11.2	Segmente .....	122
11.3	Marktumfeld & Unternehmensstrategie .....	123
11.4	Bewertung mit Multiples .....	124
11.4.1	Peer Group .....	124
11.4.2	Transaktionen .....	127
11.5	DCF-Bewertung .....	127
11.6	Fragen .....	132
11.7	Anhang .....	133
12.	Fraport – Lösungsvorschlag .....	137
12.1	Bewertung mit Multiplikatoren .....	137
12.2	DCF-Bewertung .....	138
12.3	Zusammenfassung und Sensitivitätsanalyse .....	146
12.4	Literatur .....	147
13.	Eurotunnel: Börsengang 1987 .....	149
13.1	Ausschreibung .....	149
13.2	Beteiligte Parteien & Vertragswerke im Überblick .....	149
13.3	Technische Beschreibung und Leistungsfähigkeit des Systems .....	151
13.4	Struktur der Eurotunnel Group .....	153
13.5	Construction Agreement .....	154
13.6	Rail Usage Contract .....	155
13.7	Finanzierung .....	156
13.7.1	Kapitalbedarf .....	156
13.7.2	Credit Agreement .....	156
13.7.3	Eigenkapital .....	157
13.8	Finanzplanung .....	158
13.8.1	Umsatzplanung .....	158
13.8.2	Weitere Planungsannahmen .....	161
13.8.3	Vorteilhaftigkeitsprüfung und Sensitivitätsanalysen .....	162

13.9	Fragen .....	166
13.10	Anhang .....	167
13.11	Literatur .....	175
14.	Eurotunnel: Börsengang 1987 – Lösungsvorschlag .....	177
14.1	Rekonstruktion der im Emissionsprospekt genannten Renditen ...	177
14.2	DCF-Bewertung .....	177
14.3	Zur finanziellen Stabilität .....	183
14.4	Literatur .....	184

### **Teil C: Restrukturierungen**

15.	Eurotunnel: Restrukturierung 2007 .....	187
15.1	Überblick .....	187
15.2	Bauphase .....	189
15.3	Entwicklung des operativen Geschäfts .....	191
15.4	Finanzielle Entwicklung nach Eröffnung .....	195
15.5	Am Rande der Insolvenz .....	196
15.6	Der Sanierungsversuch .....	197
15.7	Zur Analyse des Sanierungsversuchs .....	202
15.8	Fragen .....	203
15.9	Anhang .....	203
15.10	Literatur .....	212
16.	Eurotunnel: Restrukturierung 2007 – Lösungsvorschlag .....	213
16.1	Unternehmenswert bei Eigenfinanzierung .....	213
16.2	Fremdfinanzierung .....	215
16.2.1	Kapitaldienst vor Restrukturierung .....	215
16.2.2	Kapitaldienst nach Restrukturierung .....	216
16.2.3	Steuereffekte der Fremdfinanzierung .....	221
16.2.4	Gegenüberstellung .....	221
16.2.5	Wert des Eigenkapitals .....	222
16.2.6	Sensitivitätsanalyse .....	224
16.3	Literatur .....	224
17.	Philipp Holzmann AG .....	225
17.1	Überblick .....	225
17.2	Finanzwirtschaftliche Analyse .....	228
17.2.1	Datenmaterial .....	228
17.2.2	Kennzahlen als Insolvenzindikatoren .....	229
17.2.3	Geschätztes Rating .....	230
17.2.4	Buch- und marktwertbasierte Residualgewinne .....	232
17.3	Die Krise und der Sanierungsversuch .....	234
17.3.1	Krisenursachen .....	234

17.3.2	Überschuldung .....	236
17.3.3	Maßnahmen zur finanziellen Sanierung .....	236
17.3.4	Maßnahmen zur operativen Restrukturierung .....	238
17.4	Fragen .....	238
17.5	Anhang .....	239
17.6	Literatur .....	250
18.	Philipp Holzmann AG – Lösungsvorschlag .....	253
18.1	Kennzahlenanalyse .....	253
18.1.1	Ergebnisse multivariater Diskriminanzanalysen .....	253
18.1.2	Kennzahlen gemäß Baetge/Jerschensky .....	254
18.1.3	Kennzahlen gemäß Standard & Poor's .....	255
18.2	Residualgewinne .....	257
18.3	Net Value Created .....	257
18.4	Sanierungsmaßnahmen .....	263
18.4.1	Beseitigung der bilanziellen Überschuldung .....	263
18.4.2	Wiederherstellen der Zahlungsfähigkeit .....	264
18.5	Ausblick .....	265
18.6	Literatur .....	266
19.	Continental Airlines .....	267
19.1	Vorbemerkung .....	267
19.2	Vorgeschichte und Daten .....	267
19.2.1	Vorgeschichte .....	267
19.2.2	Maßnahmen des Managements vor Erstellung des Reorganisationsplans (= Insolvenzplans) .....	268
19.2.3	Gebote von Investoren .....	269
19.2.4	Plandaten und Vorbereitung einer Lösung .....	269
19.3	Vorinsolvenzrechte, Anspruchszuordnung und Bewertung .....	273
19.4	Literatur .....	275
20.	Continental Airlines – Lösungsvorschlag .....	277
20.1	Problembehandlung .....	277
20.2	Obstruktionsverbot .....	277
20.3	Anteil der Alteigentümer am Fortführungswert .....	280
20.4	Zur Abdrängung der Alteigentümer .....	281
20.5	Ergebnisse .....	282
20.6	Literatur .....	283